

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

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

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

ANDREA TUCCI, La trasparenza come clausola conformativa e i rimedi	511
GIORGIO MATTARELLA, Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali.	541
SARA ADDAMO, Il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità nel settore bancario.....	563
DMITRI BOREIKO E STEFANO LOMBARDO, The Italian SPACs regulatory regime: An empirical analysis of AIM Italia SPACs	619
ENRICO RINO RESTELLI, “Trasformazione digitale” e assetti organizzativi nell’impresa bancaria.....	697
DOMENICO ANDRACCHIO, Regolazione basata sull’informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori <i>retail</i>	737
ANNA SCOTTI, Considerazioni sul rischio di inadempimento del debitore e la qualificazione di “deterioramento” del credito.....	773
IDA D’AMBROSIO, La regolamentazione delle cripto-attività tra Decreto <i>Fintech</i> e regolamento <i>MiCA</i>	795
PAOLO GAGGERO, CALOGERO ALBERTO VALENZA, Le moderne tecniche di <i>credit scoring</i> tra GDPR, disciplina di settore e <i>AI Act</i> .	825
JACOPO PAOLONI, La nozione di controllo ai fini del consolidamento dei bilanci nei gruppi bancari	861

SOMMARIO

ANTONIO DI CIOMMO, Tra <i>tokenizzazione</i> e dematerializzazione della quota di partecipazione: l'apertura del capitale e la possibile crisi della S.r.l.	205
UGO MALVAGNA, Organizzazione dell'impresa d'investimento e giudizio di inadempimento nel servizio di gestione di portafogli	251
EUGENIO TOTARO, Il contratto di mutuo tra funzione creditizia, scopo negoziale ed uso distorto	269
DAVIDE DE FILIPPIS, La «revisione esterna» nella disciplina delle obbligazioni verdi europee	289

La trasparenza come clausola conformativa e i rimedi*

SOMMARIO: 1. La novità della trasparenza bancaria nel Testo Unico. – 2. Trasparenza delle condizioni contrattuali. – 3. Trasparenza (e correttezza) delle condotte. – 4. L'evoluzione della disciplina sulla trasparenza. – 5. Rimedi e sanzioni.

1. *La novità della trasparenza bancaria nel Testo Unico*

L'introduzione della disciplina della trasparenza nel titolo VI del Testo Unico bancario ha costituito un'innovazione di notevole impatto sistematico. Il rapporto privatistico banca / cliente diventa finalmente oggetto di regolazione nella disciplina di settore, superando la netta separazione pubblico (legge bancaria) / privato (codice civile e norme bancarie uniformi)¹.

* Il testo costituisce una rielaborazione dell'intervento al Convegno Banca d'Italia – ADDE, *A 30 anni dal Testo Unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, Roma, 12 dicembre 2023, ed è destinato agli *Scritti in onore di Antonio Jannarelli*.

¹ Nella abrogata legge bancaria, per vero, era presente l'art. 32, comma 1, che, apparentemente, conferiva all'Autorità di vigilanza un ampio potere di "conformazione" dei contratti bancari, ma – secondo l'interpretazione prevalente – non nella dimensione della tutela *immediata* dei clienti, bensì in funzione del governo del mercato del credito. Cfr., anche per riferimenti, R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 669-670; M. PORZIO, *Il controllo amministrativo sulle condizioni dei contratti bancari*, in *Riv. dir. comm.*, 1980, I, 141 ss., spec. 149, ove il rilievo che i poteri attribuiti alla Banca d'Italia dalla disposizione in esame non erano previsti per lo scopo di tutelare il "contraente debole", bensì per «fornire alle autorità di settore strumenti di governo del mercato del credito» (e.g., vietare la conclusione di determinati tipi contrattuali, imporre o vietare l'inserimento di determinate clausole e finanche dettare «un completo regolamento contrattuale tipo, direttamente, o attraverso l'approvazione di schemi contrattuali predisposti dalle aziende di credito o dalle loro associazioni di categoria»). In questo contesto, l'interesse dei "consumatori" sarebbe stato soltanto «uno degli interessi *secondari* che l'autorità [avrebbe dovuto] valutare nell'uso del potere discrezionale di cui dispone[va]», dovendosi, comunque, «escludere che l'interesse (secondario) dei consumatori [potesse], sia pure in via eccezionale, prevalere su quello del governo della liquidità e del credito». In senso conforme cfr., più di recente, A. MAISANO, *Trasparenza e riequilibrio delle operazioni bancarie*, Milano, 1993, 25 e 45 ss. (ove anche un'accurata ricostruzione del dibattito sviluppatosi negli anni '70 del secolo scorso in merito ai possibili strumenti di tutela dei clienti, in sede giurisdizionale ovvero amministrativa); *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, A. BARENGHI (a

L’innesto delle disposizioni sulla trasparenza nel corpo della nuova “legge bancaria” fu accolto con qualche riserva dalla dottrina, che ne colse la portata “stridente”, rispetto a un provvedimento che non si occupava dei contratti bancari². Questi ultimi, complice la laconicità e la natura ampiamente dispositiva delle regole contenute nel codice civile, erano stati fertile terreno di coltura della “autoregolamentazione” e del rinvio a usi o prassi del settore, le cui virtù magiche erano celebrate ancora alla vigilia della l. n. 154/92, quale antidoto rispetto alla «inclinazione a costruire attorno alla trasparenza bancaria un diritto speciale»³.

La scelta di politica del diritto del legislatore, peraltro, trova il suo fondamento non tanto nell’obiettivo di regolare i “contratti bancari”, quanto, piuttosto, nel disegno, assai più ambizioso, di introdurre una disciplina organica e trasversale del fenomeno della *contrattazione* d’impresa nel settore bancario e finanziario, facendo emergere, anche a livello sistematico, la stretta inerenza del contratto all’esercizio di un’attività vigilata.

Questa, in estrema sintesi, la fase genetica della trasparenza bancaria.

cura di), Napoli, 2018, 19, per la precisazione secondo cui i poteri dell’Autorità di vigilanza erano previsti «non nell’interesse della trasparenza quanto per la conformazione del mercato in chiave di stabilità e di standardizzazione oligopolistica, di cui anche l’Associazione bancaria italiana fu uno strumento». Per una diversa lettura delle disposizioni, cfr., peraltro, G. GABRIELLI, *Controllo pubblico e norme bancarie uniformi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1977, I, 257 ss.

² In questi termini: R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 214, il quale, peraltro, giudicava «inevitabile» la scelta del legislatore, in ragione della centralità della disciplina della trasparenza. Così anche A. NIGRO, *La nuova normativa sulla trasparenza bancaria*, in *Dir. banc. fin.*, 1994, I, 572.

³ Cfr. P. RESCIGNO, «Trasparenza» bancaria e diritto «comune» dei contratti, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, 299 e 306. Le riflessioni critiche dell’Autore erano rivolte, innanzi tutto, al progetto di riforma presentato da Gustavo Minervini nel 1986. E per una puntuale replica, cfr. A. MAISANO, *op. cit.*, 103 ss., nonché G. MINERVINI, *Presentazione*, *ivi*, XVII, ove l’orientamento favorevole all’autoregolamentazione è criticato per le sue «propensioni bucoliche». Sui limiti della «auto-organizzazione del mercato», cfr. G. OPPO, *Codice civile e diritto commerciale*, in AA.VV., *Scintillae iuris. Studi in memoria di Gino Gorla*, II, Milano, 1994, 1292, ove l’enfasi sulla «tendenza dei poteri di fatto a trasformarsi in poteri di diritto».

2. Trasparenza delle condizioni contrattuali

In un contesto celebrativo dei primi trenta anni del Testo Unico bancario, può forse avere senso prendere le mosse da una constatazione di carattere storico, volta a far emergere la dimensione del *mutamento*⁴. Nella sua versione originaria, il titolo VI era riferito (esclusivamente) alla trasparenza delle *condizioni contrattuali*. Soltanto a seguito del d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141 sarebbe comparso il riferimento anche alla trasparenza dei *rapporti* con i clienti, sebbene quest'ultimo profilo non fosse, in realtà, negletto nel tessuto originario del Testo Unico, attento, come si è osservato, soprattutto alla *contrattazione*, piuttosto che alla *fattispecie contrattuale*.

Il rilievo può rivelarsi di qualche utilità ai fini dello svolgimento di una trattazione dedicata sì alla *trasparenza*, ma con la precisazione che questa costituisce una *clausola conformativa*; locuzione, quest'ultima, astrattamente riferibile:

(i) al regolamento contrattuale e, dunque, al contenuto del contratto;
 (ii) alle condotte delle parti, con conseguente spostamento dell'attenzione dal *testo* contrattuale al *contesto* della contrattazione con imprese abilitate allo svolgimento di un'attività riservata e clienti⁵.

Nella prima accezione (*i.e.*, quella rivolta al contenuto dei contratti), la trasparenza evoca, innanzi tutto, il problema della conoscibilità e della intelligibilità delle condizioni contrattuali, nel senso di *completa* definizione delle regole pattizie in un testo, di norma⁶, predisposto dall'intermediario e sottoposto all'accettazione del cliente, con i corollari del divieto di rinvio agli usi e della accentuazione del formalismo negoziale⁷.

⁴ Per un'efficace sintesi dell'evoluzione della disciplina della trasparenza bancaria nel ventennio successivo alla l. n. 154/92, cfr. M. DE POLI, *La contrattazione bancaria. Tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012, 76 ss.; E. CAPOBIANCO, *Profili generali della contrattazione bancaria*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), Milano, 2021, 5 ss.

⁵ Su entrambi gli aspetti segnalati nel testo cfr. G. ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003, 6 ss.

⁶ In effetti, la disciplina della trasparenza trova la sua ragion d'essere nella presa d'atto del potere normativo degli intermediari, in sede di predisposizione del regolamento e di "governo" della gestione del rapporto. Cfr. A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 4.

⁷ La "chiusura" agli usi è senz'altro sintomo di quella "sfiducia nella capacità di

La trasparenza – sempre riferita alle condizioni contrattuali – può, inoltre, precludere (e rivelarsi strumentale rispetto) a forme di etero-integrazione del regolamento contrattuale. È, questo, un tema classico della riflessione civilistica, a far data dagli anni '60 del secolo scorso, che però assume peculiari connotati nel contesto della disciplina dei mercati regolati, ove dischiude la prospettiva della *conformazione* dell'operazione di autoregolamento di privati interessi, per finalità di regolazione del mercato, con il sempre aleggiante spettro della *funzionalizzazione* dell'autonomia contrattuale al perseguimento di interessi pubblici⁸.

È quanto avviene allorché il legislatore stabilisce un contenuto minimo del contratto o di singole clausole, anche con delega in bianco all'Autorità di vigilanza. Sono note, al riguardo, le discussioni in merito alla «conformazione» ovvero alla mera «connotazione» dei contratti bancari ad opera dell'Autorità di vigilanza, ai sensi dell'art. 117, comma 8, T.U.B.⁹.

Rientra in questa visione della trasparenza la *pubblicità* delle condizioni contrattuali e delle loro eventuali successive *modificazioni*,

autoregolamentazione del settore”, che era stata denunciata alla vigilia della riforma, anche insistendo sul “prezzo della trasparenza”, inesorabilmente destinato a ricadere sulla clientela, anche in considerazione delle “sanzioni civili” che la presidiano, che si traducono in costi per gli intermediari, per effetto della riduzione o sostituzione di clausole contrattuali. Cfr. P. RESCIGNO, *op. cit.*, 299, anche sulla base di richiami alla tutela della concorrenza fra le banche, ma già P. SCHLESINGER, *Problemi relativi alla c.d. «trasparenza bancaria»*, in *Corr. giur.*, 1989, 229 ss., denunciando l'anacronistico ritorno al formalismo negoziale; P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, I, Torino, 2004, 168, il quale, con riferimento al formalismo, discorre di «strumentario tecnico-giuridico privatistico, anzi vetero-privatistico».

⁸ Al riguardo, si rinvia, anche per riferimenti bibliografici, ad A. TUCCI, «*Etero-regolamentazione del contratto e disciplina dei mercati finanziari*», in *Rass. dir. civ.*, 2023. Da ultimo, cfr. A. NERVI, *Diritto dei contratti e disciplina dell'economia*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 319 ss.

⁹ Cfr., fra gli altri, G. DE NOVA, *La tipizzazione amministrativa dei titoli e dei contratti prevista dall'art. 117, comma 8, del Testo Unico bancario*, in AA.VV., *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, Roma, 1999, p. 67 ss.; R. LENER, *Il controllo amministrativo sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari*, *ivi*, 73 ss.; P. FERRO-LUZZI, *op. cit.*, 184, il quale si esprime in termini di tutela della «veridicità dell'etichetta». Nella giurisprudenza recente, cfr. Cass., 9 febbraio 2022, n. 4117. Per una concretizzazione della regola, si veda il provvedimento di Banca d'Italia del 27 novembre 2009, in tema di c.d. conto corrente semplice.

anche in funzione di un controllo *ex post* (artt. 116, 118, 121), dovendosi, allora, ritenere che, in questa accezione, il termine alluda alla «chiarezza del rapporto ottenuta mediante il complesso di informazioni offerte al contraente perché possa conoscere e valutare l'operazione economica al momento della sua conclusione, e, una volta concluso il contratto, possa controllare il comportamento della controparte»¹⁰.

In questa visione, la trasparenza attiene, fondamentalmente, al problema della “conoscibilità” del regolamento contrattuale; quest'ultimo anche funzionale alla “confrontabilità” dei prodotti (che sono poi contratti conclusi “in serie”) nel mercato e, dunque, alla concorrenza¹¹.

Esplicito, con toni finanche didascalici, al riguardo, il disposto dell'art. 124, comma 1, T.U.B., in tema di contratti di credito ai consumatori, ove la regola secondo cui il finanziatore o l'intermediario del credito devono fornire al consumatore, prima che questi sia vincolato al contratto, le informazioni necessarie «per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato, al fine di prendere una decisione informata e consapevole in merito alla conclusione di un contratto di credito»¹².

¹⁰ G. ALPA, *op. cit.*, 18; A. NERVI, *La trasparenza bancaria*, in *L'attività delle banche*, A. URBANI (a cura di), Milano, 2020, 43. Cfr. anche U. MAJELLO, *sub art. 117*, in *Comm. T.U.B. Belli-Contento-Patroni Griffi-Porzio-Santoro*, Bologna, 2003, 1938.

¹¹ Cfr. R. COSTI, *op. cit.*, 665 («la trasparenza delle condizioni contrattuali è uno strumento per assicurare concorrenzialità al mercato e quindi efficienza all'esercizio dell'attività bancaria»), nonché E. MINERVINI, *Trasparenza ed equilibrio delle condizioni contrattuali nel testo unico bancario*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, I, 661, precisando, altresì, che la trasparenza è un “valore mezzo”, rispetto ad altri obiettivi, quali la concorrenza del mercato e il riequilibrio delle posizioni delle parti. Quest'ultimo Autore esprime qualche riserva in merito all'opportunità di una “amministrativizzazione” del rapporto, che condurrebbe alla uniformazione contrattuale, che non gioverebbe al cliente. Vero è, peraltro, che, nel contesto previgente, una non meno pervasiva uniformazione era realizzata in virtù delle condizioni di contratto predisposte dall'associazione delle banche, con effetti certo non più favorevoli per i clienti. L'uniformazione contrattuale, d'altronde, è coerente con la logica della conformazione, propria del diritto privato regolatorio.

¹² Ancor più perentoria è l'omologa regola in tema di credito immobiliare ai consumatori, che contempla anche il problema – di cui subito *infra*, nel testo – della comprensione degli *effetti economici* dell'operazione, disponendo che «il finanziatore

In questa prospettiva, può dirsi che “trasparenza” sia sinonimo di “conoscenza effettiva” (non mera “conoscibilità”) delle condizioni contrattuali¹³, sebbene, a rigore, la conclusione di un contratto sulla base di un testo contrattuale sottoscritto non implichi l’effettività della conoscenza¹⁴.

Nella prima fase può dirsi, invece, estraneo agli obiettivi del legislatore il problema della “adeguatezza” dei prodotti bancari, rispetto alle esigenze e agli obiettivi del cliente, contrariamente a quanto previsto dal quasi coevo decreto Eurosim, n. 415/1996, poi confluito nel T.U.F. Il che sembrava trovare una giustificazione nelle diverse prospettive di impiego del risparmio, rispettivamente, nel settore bancario e in quello dell’intermediazione finanziaria¹⁵. Ma sul punto si avrà modo di tornare nel prosieguo.

o l’intermediario del credito fornisce al consumatore le informazioni personalizzate necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato, valutarne le implicazioni e prendere una decisione informata in merito alla conclusione di un contratto di credito» (art. 120-*novies*, comma 2, T.U.B.). In argomento, cfr. S. TOMMASI, *La tutela del consumatore nei contratti di credito immobiliare*, Napoli, 2018, 27 ss.; T.V. RUSSO, *Credito immobiliare ai consumatori*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), cit., 1911 ss.

¹³ In termini ancora “formalistici”, la effettività della conoscenza si traduce, inoltre, nella “semplificazione” delle informazioni, anche in ossequio alle teorie dell’economia comportamentale. Donde il rilievo dei fogli informativi (Disposiz. Banca d’Italia, sez. II, par. 3), dei documenti di sintesi (Disposiz., II, par. 7) e degli indicatori sintetici di costo e delle informazioni europee di base (art. 116, T.U.B. e disciplina speciale del credito ai consumatori, di cui all’art. 124 T.U.B.). In argomento, cfr. M. SEMERARO e A. TUCCI, *Il credito ai consumatori*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), cit., spec. 1832 ss.

¹⁴ Nonché la “volontarietà” dell’atto di autonomia privata. Per questa puntualizzazione cfr., da ultimo, F. DENOZZA, *Disciplina del contratto e «non moral goods»*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 370-373.

¹⁵ Secondo la visione “tradizionale”, nell’ordinamento del credito non è previsto un obbligo di consulenza, in capo all’intermediario, poiché il cliente non richiede, tipicamente, consulenza, ma solamente l’erogazione di un prodotto ben determinato (il denaro), nonché informazioni il più possibile sintetiche, ma corrette, sui costi dell’operazione. Le banche, d’altronde, avrebbero un incentivo naturale a effettuare la verifica del merito creditizio, dato che l’insolvenza del debitore si risolve, in linea di principio, in un danno per lo stesso finanziatore. Cfr. A. MIRONE, *L’evoluzione della disciplina sulla trasparenza bancaria in tempo di crisi: istruzioni di vigilanza, credito al consumo, commissioni di massimo scoperto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 2010, 592-593; A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria: spunti di riflessione*, in *Dir. banc. fin.*, 2018, I, 357, il quale pur rilevando la vis espansiva della

È, però, possibile anche una lettura più “forte” della trasparenza delle condizioni contrattuali, che valorizza la *conoscenza effettiva* e la *comprensione* delle conseguenze giuridico-economiche e si interroga sulla presenza di possibili obblighi di condotta, in tal senso, in capo all’intermediario, appunto, secondo il modello della disciplina dei servizi di investimento. Il che già implica, a ben vedere, uno slittamento semantico del termine “trasparenza”, verso la dimensione delle condotte esigibili.

Questo approccio risulta chiaramente enunciato dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia, nei contratti dei consumatori¹⁶, ma trova

consulenza anche nelle operazioni creditizie, sottolinea, comunque, «la diversità di posizione delle parti, intermediario e cliente, nelle operazioni di erogazione del credito e, rispettivamente, nelle operazioni di investimento: nelle prime, è l’intermediario che “affida” denaro proprio al cliente; nelle seconde è il cliente che “affida” denaro proprio all’intermediario. Quindi è diverso il senso dell’appropriatezza e adeguatezza al cliente dell’operazione o, se si preferisce, degli obblighi di assistenza del cliente posti a carico dell’intermediario, nel senso che, con riferimento alle operazioni creditizie in genere, tali obblighi a ben vedere soddisfano direttamente anche e proprio gli interessi dell’intermediario (in termini di “garanzia” della restituzione)».

¹⁶ Cfr. C. Giust. UE, 30 aprile 2014, causa C-26/13, § 71, ove – con riferimento a un contratto di mutuo in valuta estera – la statuizione secondo cui «l’obbligo di trasparenza delle clausole contrattuali posto dalla direttiva 93/13 non può [...] essere limitato unicamente al carattere comprensibile sui piani formale e grammaticale», dovendo, al contrario essere inteso «in maniera estensiva [...], di modo che il consumatore possa prevedere, in base a criteri chiari e comprensibili, le conseguenze economiche che gliene derivano». Più di recente, cfr. la sentenza di C. Giust. UE, 10 giugno 2021, cause riunite da C-776/19 a C-782/19, nella quale la Corte ha ribadito che l’obbligo di trasparenza delle clausole contrattuali «deve essere inteso nel senso che impone non solo che la clausola di cui trattasi sia intellegibile per il consumatore sui piani formale e grammaticale, ma anche che un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto, sia posto in grado di comprendere il funzionamento concreto di tale clausola e di valutare così, sulla base di criteri precisi e intelligibili, le conseguenze economiche, potenzialmente significative, di una siffatta clausola sui suoi obblighi finanziari». Muovendo da questo principio, la Corte ha statuito che «l’articolo 4, paragrafo 2, della direttiva 93/13 deve essere interpretato nel senso che, nell’ambito di un contratto di mutuo espresso in valuta estera, il requisito di trasparenza delle clausole di tale contratto che prevedono che la valuta estera sia la moneta di conto e che l’euro sia la moneta di pagamento e che hanno l’effetto di far gravare il rischio di cambio sul mutuatario, è soddisfatto quando il professionista ha fornito al consumatore informazioni sufficienti ed esatte che consentano a un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente

significativi riscontri, in termini generali, anche nella più recente giurisprudenza di legittimità, che – nel solco della giurisprudenza comunitaria – sottolinea come funzione precipua della moderna trasparenza bancaria sia non tanto quella di promuovere la concorrenza nel settore ovvero di contenere scelte irrazionali dei clienti, quanto, piuttosto, di assicurare la comprensione degli effetti economici e dei rischi dell'operazione. Donde la conclusione secondo cui «il contratto trasparente sia quello che lascia intuire o prevedere il livello di rischio o di spesa del contratto di durata. Trasparente è solo il contratto corredato di clausole la cui giustificazione economica risulti comprensibile, di tal ché senza tale trasparenza a risultare opaco è il costo totale del credito, donde una rilevanza di rimbalzo della trasparenza, come si è detto, sull'equilibrio economico del contratto»¹⁷.

In applicazione di questo approccio, la Corte di Cassazione richiede talora finanche la “condizione” delle formule matematiche, predisposte e utilizzate dall'intermediario per la determinazione di costi a carico del cliente, ancora una volta, con una significativa analogia, rispetto alle regole giurisprudenziali enunciate in tema di prestazione di servizi di investimento¹⁸. Il che pone, peraltro, il problema della

attento e avveduto, di comprendere il funzionamento concreto del meccanismo finanziario in discussione e di valutare quindi il rischio delle conseguenze economiche negative, potenzialmente gravi, di clausole del genere sui suoi obblighi finanziari nel corso dell'intera durata del contratto medesimo». Cfr. anche la C. Giust. UE, 3 marzo 2020, causa C-125/18.

¹⁷ In questi termini: Cass., 13 maggio 2021, n. 12889, ove anche la precisazione secondo cui «il viatico all'adozione di una nozione di trasparenza declinata in senso economico si è avuto con la sentenza della Corte di Giustizia del 21 dicembre 2016, cause riunite C- 154/15, C- 307/15, C- 308/15, ove essa ha assunto lo stesso rango di norma di ordine pubblico, la cui imperatività di fatto sostituisce all'equilibrio formale, che il contratto determina fra i diritti e gli obblighi delle parti contraenti, un equilibrio reale, finalizzato a ristabilire l'eguaglianza tra queste ultime. La trasparenza economica nella portata che ne risulta è da considerare, secondo autorevole dottrina, l'antidoto ad una opacità precontrattuale che il diritto comune rinserra nel perimetro tassativo dei vizi del consenso». Questa impostazione risulta ora “codificata” nell'art. 12 della Direttiva n. 2023/2025 sul credito ai consumatori, relativo alle “spiegazioni adeguate”, volte ad assicurare che «il consumatore possa valutare se il contratto di credito e i servizi accessori proposti siano adatti alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria»

¹⁸ Cfr. Cass., 20 giugno 2022, n. 19825, secondo cui «deve considerarsi nulla per indeterminatezza dell'oggetto la clausola che preveda la commissione di massimo scoperto indicandone semplicemente la misura percentuale, senza specificare le

possibile “astrusità” delle formule, rispetto alle capacità di comprensione di un “cliente medio”, come testimoniano, ad esempio, alcuni orientamenti ABF in tema di criteri di rimborso presenti nelle condizioni generali di assicurazione nei contratti di credito ai consumatori garantiti da cessione del quinto dello stipendio o della pensione, nei quali riecheggia un percorso argomentativo ricorrente nella giurisprudenza in tema di servizi di investimento, per quanto concerne, in particolare, la necessaria opera di “traduzione” delle formule, mediante l’illustrazione di “scenari” tipici e alternativi¹⁹.

Da ultimo, il problema evocato aleggia in tutta la sua complessità e ambiguità nella recente ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite (Cass., 7 settembre 2023, § 7), in tema di ammortamento alla francese, là dove il Giudice rimettente richiama due opposti orientamenti, riconducibili, rispettivamente, alla “trasparenza-conoscibilità” e alla “trasparenza-comprensione”. Secondo la prima visione, «il cliente potrebbe pur sempre evincere il regime di capitalizzazione grazie alla lettura delle condizioni contrattuali ed economiche pattuite, tanto più che la banca non sarebbe tenuta ad esplicitare la formula matematica finanziaria sottesa al calcolo degli interessi, tale informazione essendo implicita nel piano di ammortamento». L’opposta visione, per contro, «tende a ritenere che la scelta di una determinata modalità di capitalizzazione degli interessi, diversa da quella “semplice”,

modalità di calcolo e di quantificazione della stessa, posto che, in tal caso, il correntista non è, invero, in grado di conoscere quando e come sorgerà l’obbligo di dover corrispondere la suddetta commissione alla banca».

¹⁹ Cfr. ABF Napoli, 5 gennaio 2022, n. 317, ove si afferma che le formule presenti nelle condizioni generali di assicurazione – e riportate nel corpo della motivazione – «risultano possedere carattere iniziatico e si manifestano, pertanto, intelleggibili solo da un pubblico di professionisti specifici del campo (o, comunque, solo da persone di provata e approfondita esperienza di contesto)». Donde, ad avviso del Collegio, la «necessaria opera di “traduzione” – da un linguaggio oscuro a un linguaggio invece semplice e accessibile pure alle persone comuni», mediante «l’apprestamento e proposizione di esempi e casi tipo». Nella giurisprudenza in tema di servizi di investimento un approccio analogo è riscontrabile, ad esempio, in tema di illustrazione al cliente degli “scenari probabilistici” sottesi alla negoziazione di strumenti finanziari derivati negoziati OTC, una volta “condivisa” la formula per calcolare il *mtm*. Il *leading case* è, come noto, la sentenza di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Giur. it.*, 2020, 2398. Più di recente, cfr. Cass., 26 agosto 2021, n. 23489; Cass., 10 agosto 2022, n. 24654; Cass., 19 marzo 2024, n. 7368; Cass., 20 marzo 2024, n. 7412.

costituisce per il cliente, evidentemente, un ulteriore “prezzo” del denaro mutuato, incidendo sul suo costo complessivo, e, come tale, deve essere indicata nei contratti bancari per iscritto in modo chiaro, comprensibile ed inequivocabile, anche per la necessità di assicurare il rispetto della trasparenza».

La giurisprudenza parrebbe riferire la contrapposizione al problema della *validità* del contratto, in termini di in/determinatezza dell’oggetto, *ex art. 1346 c.c.*

Una recente dottrina, per contro, ha tentato di comporre l’apparente contrasto, sul piano delle *condotte esigibili*, distinguendo fra trasparenza contrattuale e trasparenza precontrattuale e ritenendo che la prima sarebbe assicurata dalla condivisione del piano di ammortamento – peraltro non richiesta dalla disciplina generale della trasparenza, né da quella speciale, in tema di credito ai consumatori²⁰ –, mentre, in base alla seconda «il finanziatore deve consentire al mutuatario di valutare

²⁰ Cfr. ABF, Coll. Coord., 8 novembre 2022, n. 14376, ove – anche nel solco di C. Giust. UE 9 novembre 2016, causa C-42/15 – il rilievo secondo cui «dall’analisi della normativa primaria e secondaria non emerge alcun riferimento espresso alla necessità che il contratto e/o la tabella di ammortamento esplicitino il regime finanziario o la base di calcolo degli interessi (capitale da restituire o capitale in scadenza per ciascuna rata), cosicché non è possibile, sotto questo profilo, ravvisare alcun profilo di anti-giuridicità del comportamento dell’intermediario in relazione alle informazioni fornite nel contratto». Nella decisione in questione, il Collegio ha anche disatteso la tesi secondo la quale “l’intermediario – al fine di rispettare il principio della trasparenza delle condizioni contrattuali offerte – avrebbe dovuto renderla edotta dell’esistenza “sul mercato” di altre tipologie di ammortamento in ipotesi a lei più favorevoli rispetto a quella “alla francese”. E ciò in virtù del rilievo per cui «la scelta dell’intermediario finanziario di proporre un piano di ammortamento “alla francese”, anche se notoriamente più oneroso rispetto ad altre tipologie di ammortamento, rientra nella libertà imprenditoriale dell’operatore bancario e finanziario, che – in forza dei principi di cui all’art. 41 Cost. e all’art. 1422 c.c. (libertà d’iniziativa economica in un contesto di libera concorrenza; autonomia negoziale) – deve ritenersi libero di praticare le pricing policies che ritiene più opportune in ragione del contesto di mercato in cui opera». In senso conforme si pone l’orientamento dei Collegi territoriali (cfr. ABF Milano, 16 giugno 2022, n. 9386; ABF Roma, 13 luglio 2022, n. 10500; ABF Napoli, 1° giugno 2022, n. 8566; ABF Torino, 18 maggio 2022, n. 7909; ABF Bologna, 22 giugno 2022, n. 9624; ABF Bari, 21 luglio 2022, n. 11023; ABF Palermo, 4 luglio 2022, n. 10111). Nella giurisprudenza di legittimità, cfr. Cass., 26 giugno 2020, n. 12922.

le implicazioni del contratto di credito e di comprendere quale sia più adeguato alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria»²¹.

Questo possibile mutamento di prospettiva accentua il progressivo avvicinamento del tipo di rapporto regolato nel mercato del credito a quello dei servizi di investimento, nella dimensione del “contratto adeguato” e, dunque, della valorizzazione degli obblighi di consulenza, in capo all’intermediario²². La valutazione di adeguatezza dei prodotti bancari e finanziari si colloca, in effetti, ben oltre la “classica” trasparenza delle condizioni contrattuali, mirando a scongiurare il rischio che banche e intermediari “indirizzino” i clienti verso determinati prodotti “non adatti”²³.

²¹ In questi termini: R. NATOLI, *L’ammortamento “alla francese”: una questione di trasparenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 209; ID., *I mutui con ammortamento alla francese, aspettando le Sezioni Unite*, in *Dialoghi di diritto dell’economia*, novembre 2023, 9. Sui profili di trasparenza, nel senso di *consapevolezza* del cliente, cfr. anche M. SEMERARO, *Alle Sezioni Unite l’ammortamento alla francese: molti equivoci e un fondo di verità*, *ivi*, ottobre 2023, 10. Le Sezioni Unite si sono pronunciate con la sentenza 29 maggio 2024, n. 15130, in *Foro it.*, 2024, I, 2017, statuendo che la mancata indicazione della modalità di ammortamento e del regime di capitalizzazione «composto» degli interessi debitori non comporta la nullità del contratto per indeterminatezza dell’oggetto o per violazione della trasparenza bancaria, pur se limitatamente alla fattispecie del mutuo a tasso fisso con piano di ammortamento allegato al contratto, recante l’indicazione del numero e della composizione delle rate costanti di rimborso. A queste condizioni, al cliente sarebbe “assicurata la possibilità di verificare la rispondenza dell’offerta alle proprie esigenze e alla propria situazione finanziaria e di valutarne la convenienza confrontandola con altre offerte presenti eventualmente sul mercato”. Il che costituirebbe “lo scopo della trasparenza”.

²² L’avvicinamento fra i due corpi normativi risulta anche ascrivibile alla disciplina “trasversale” della crisi degli intermediari finanziari, che ha reso manifesta la necessità di una maggiore consapevolezza (e, dunque, informazione, trasparenza) del cliente, anche rispetto ai profili soggettivi dell’intermediario, cui affida il risparmio. Cfr., da ultimo, A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria*, cit., 360: «anche il risparmio affidato in deposito alle banche, da oggi in poi, deve – non può non – essere consapevole».

²³ Cfr. Disp. vigilanza, sez. XI, par. 2, su cui soprattutto A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria*, cit., 352, anche per l’applicazione del “dovere di astensione”, rispetto a prodotti inadeguati, nel settore del credito ai consumatori, *ad instar* di quanto previsto in materia di servizi di investimento.

3. *Trasparenza (e correttezza) delle condotte*

Se riferita alle condotte delle parti, la trasparenza assume i connotati di criterio guida per la valutazione dei comportamenti, in particolare, dell'intermediario nei confronti del cliente. La dimensione della *conformazione* emerge, peraltro, anche in questo contesto, nel senso di un indirizzamento dell'attività delle imprese abilitate verso un modello virtuoso e di una dissuasione di condotte devianti²⁴, anche nella prospettiva di un "riequilibrio" delle posizioni delle parti, nel senso di contenimento del pre-potere contrattuale della banca, superando il modello "classico" del comando/divieto, per realizzare un determinato modello di mercato concorrenziale. Donde, probabilmente, la sensazione di una "frammentazione" del diritto dei contratti consegnato dal modello liberale ottocentesco²⁵.

Questo "slittamento semantico" della trasparenza è evidente, ad esempio, nella disciplina della "pubblicità" delle condizioni contrattuali, che l'art. 116 T.U.B. regola, apparentemente, nella dimensione della mera *informazione*, anche precisando che «le *informazioni* pubblicizzate non costituiscono offerta al pubblico a norma dell'art. 1336 del codice civile» (comma 4). Senonché, la *condotta* dell'intermediario, che, successivamente, applichi «tassi, prezzi e condizioni più sfavorevoli per i clienti di quelle pubblicizzate» è *sanzionata* con la nullità delle relative clausole e l'applicazione dei prezzi e delle condizioni pubblicizzati per le corrispondenti categorie di operazioni e servizi al momento della conclusione del contratto o, se più favorevoli per il cliente, al momento in cui l'operazione è effettuata

²⁴ Secondo la logica della «normativa a dispetto», per riprendere l'icastica locuzione di P. FERRO-LUZZI, *op. cit.*, p. 178, proprio con riferimento alla trasparenza bancaria. E cfr. già, *de iure condendo*, P. RESCIGNO, *op. cit.*, p. 304. Più di recente, nella prospettiva segnalata nel testo, cfr. A. JANNARELLI, *Il contraente risparmiatore*, in *I contratti dei risparmiatori*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), Milano, 2013, 74.

²⁵ Cfr., quanto meno, oltre al celebre saggio di L. JOSSERAND, *Considerazioni sul contratto «regolato»*, in *Archivio giuridico*, 1934, 4; F. MESSINEO, voce «*Contratto (dir. priv.)*», in *Enc. Dir.*, IX, Milano, 1961, 795 ss.; M. GIORGIANNI, *Il diritto privato e i suoi attuali confini*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1961, 391 ss.; R. NICOLÒ, voce «*Diritto civile*», in *Enc. Dir.*, XII, Milano, 1964, 904 ss. Sul punto si vedano le osservazioni critiche di P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, 6. Da ultimo, cfr. F. DENOZZA, *Disciplina del contratto e «non moral goods»*, cit., 379 ss.

o il servizio viene reso, con l'ulteriore precisazione che «in mancanza di pubblicità nulla è dovuto» (art. 117, commi 6 e 7)²⁶.

Un ulteriore riscontro è offerto dall'evoluzione della disciplina del *ius variandi* (art. 118 T.U.B.), che, come noto, ha costituito uno dei primi presidi di *trasparenza* delle condizioni contrattuali.

Generalmente ammesso dalla prassi bancaria, recepita dalle norme bancarie uniformi, l'istituto sarebbe stato “codificato” dalla l. n. 154/1992, il cui art. 4, comma 2, si limitava a offrire una tutela “minima”, per il cliente, secondo l'approccio tipico della disciplina delle clausole vessatorie, così superando, quanto meno, la prassi dell'informazione mediante avvisi esposti al pubblico nei locali delle banche²⁷.

Soltanto con la novella dell'art. 118 T.U.B. ad opera del c.d. Decreto Bersani (n. 223/2006) sarebbe stato introdotto il “giustificato motivo”, considerato un «cambiamento di rotta nella direzione di un riequilibrio delle posizioni delle parti e di un rafforzamento degli strumenti di controllo»²⁸.

La dimensione della *conformazione* delle condotte degli intermediari emerge – pur se in termini problematici – nel recente dibattito – originato da una nota Comunicazione di Banca d'Italia del 15 febbraio 2023 – in merito alla configurabilità di un *obbligo*, per l'intermediario, di modificare *in melius* le condizioni contrattuali, a seguito di mutamenti degli scenari di mercato di segno opposto, rispetto a quelli che avevano giustificato la variazione *in peius* (i.e., aumento

²⁶ Cfr., sul punto, P. FERRO-LUZZI, *op. cit.*, 176-177, il quale, correttamente, contesta la riferibilità della disciplina in esame alla “pubblicità”, in senso stretto, insistendo, piuttosto, sulla presenza di un *vincolo*, per l'intermediario, rispetto alla successiva *condotta* e, in particolare, a possibili “variazioni” delle condizioni pubblicizzate, a tutela della scelta del cliente e, più in generale, della “concorrenzialità tra le banche”.

²⁷ Il successivo art. 6, peraltro, lo contemplava per i contratti di durata, con comunicazione preventiva personalizzata, ma ammettendo il ricorso alla Gazzetta ufficiale per le «variazioni generalizzate della struttura dei tassi», fermo restando il diritto di recesso del cliente, a condizioni invariate e senza costi e penalità. E per una valutazione critica, cfr. A. MAISANO, *op. cit.*, 175 ss.

²⁸ In questi termini: F. SARTORI, sub art. 118, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Milano, 2018, 1895, anche in relazione alla regola della “reciprocità”, per la variazione dei tassi conseguenti a decisioni di politica monetaria.

tassi di interessi, nel contesto di un’inflazione crescente, che abbia indotto la banche ad aumentare i costi dei conti correnti)²⁹.

Il breve schizzo sin qui abbozzato deve, poi, essere completato – sempre nella dimensione diacronica, volta a far emergere l’evoluzione della disciplina – con la menzione del comma 01 dell’art. 127 T.U.B., che indirizza l’esercizio dei poteri delle autorità creditizie previsti dal titolo VI non soltanto alla «*trasparenza delle condizioni contrattuali*», ma anche alla «*correttezza dei rapporti con la clientela*». Il concetto è esplicitato nelle Disposizioni di Banca d’Italia, con l’intitolazione «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti» e con l’ulteriore precisazione – che dischiude una delle finalità della *moderna vigilanza bancaria* (per questo aspetto, antitetica, rispetto a quella del “mondo di ieri”) – secondo cui:

(i) la disciplina della *trasparenza* e della *correttezza* favorisce anche la concorrenza nei mercati bancario e finanziario;

(ii) il rispetto di quella disciplina «attenua i rischi legali e di reputazione e concorre alla sana e prudente gestione dell’intermediario».

Inevitabile la sensazione di un profondo *mutamento*, che rende quasi irriconoscibili i connotati del diritto bancario “nell’oggi”, non soltanto rispetto al più risalente “diritto della banca”, ma anche rispetto al più recente “diritto bancario”, di cui si celebra il trentennale³⁰, soprattutto in ragione della esplicitazione dello stretto legame fra le finalità “nuove” della vigilanza bancaria (*trasparenza-correttezza* e concorrenza) e quella più tradizionale (la “sana e prudente gestione”), sul cui altare, in passato, erano stati sacrificati i valori della tutela effettiva dei clienti e della concorrenza fra gli intermediari, anche al fine di tutelare il valore sommo della stabilità del mercato.

²⁹ Nella menzionata comunicazione la Banca d’Italia ha precisato che l’attività di “sensibilizzazione” degli intermediari da parte dell’Autorità di vigilanza mira ad «assicurare che le variazioni contrattuali siano sempre motivate dalla necessità di ripristinare l’equilibrio effettivo degli impegni originariamente assunti dall’intermediario e dal cliente».

³⁰ Nonché dell’opera di A. MAISANO, *Trasparenza e riequilibrio delle operazioni bancarie*, cit., il cui sottotitolo è, appunto, *La difficile transizione dal diritto della banca al diritto bancario*.

È noto, d'altronde, che, nel settore bancario³¹, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e il “riequilibrio” delle posizioni contrattuali sono assurti soltanto in tempi relativamente recenti – soprattutto grazie all’impulso del diritto comunitario – al rango di interessi riconosciuti *ex professo* dal legislatore, rispetto all’azione dell’Autorità di vigilanza e, indirettamente, della stessa autorità giudiziaria³². Ne serba traccia lo stesso Testo Unico bancario, che non

³¹ Non altrettanto può dirsi per il settore del mercato finanziario in senso stretto (c.d. mercato mobiliare), la cui disciplina pone, per contro, la salvaguardia della *fiducia* degli investitori e la loro *tutela* in una posizione di vertice, rispetto alle finalità della vigilanza (art. 5 T.U.F.). Nella nostra esperienza giuridica, questa circostanza trova, probabilmente, una ragione “contingente” nel contesto in cui è stata realizzata la disciplina organica del mercato mobiliare, negli anni '90 del secolo scorso, su impulso delle direttive comunitarie. La centralità dei valori della *trasparenza* e della *fiducia*, peraltro, è alle origini della disciplina dei mercati finanziari, nei paesi a capitalismo avanzato, a cominciare, ovviamente, dagli Stati Uniti, con la legislazione federale degli anni '30 del secolo scorso. In una prospettiva storica di più lungo periodo, può dirsi che alle origini della disciplina del diritto bancario nella nostra esperienza giuridica vi è una tipologia di “fallimenti del mercato” rappresentata dalla crisi di liquidità e di stabilità delle banche. Il che spiega, appunto, storicamente, le ragioni del “ritardo” – segnalato nel testo – nella percezione dei problemi concernenti la trasparenza dei rapporti contrattuali e la correttezza dei comportamenti, rispetto a quelli che attengono alla *stabilità* e *solidità* degli intermediari, a lungo ritenuti una forma di tutela indiretta anche dei clienti, quali risparmiatori “inconsapevoli”. In argomento, per un efficace quadro di sintesi, cfr. F. BELLI, *Corso di legislazione bancaria. Legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, Pisa, 2010, spec. 127 ss.; R. COSTI, *op. cit.*, 40 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I fondamenti*, in *Diritto commerciale*, M. CIAN (a cura di), Torino, 2024, 43, la quale sottolinea la recente «convergenza di fondo» delle finalità perseguite dal legislatore nei diversi comparti del mercato finanziario, attorno ai tre nuclei principali della stabilità (a livello “macro” e “micro”), efficienza e competitività, trasparenza e correttezza dei comportamenti. In questa prospettiva, cfr., soprattutto, l’indagine di R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, Milano, 2012, spec. 184. La “gerarchia” degli obiettivi dell’attività della vigilanza risulta, invece, ribaltata, nel settore delle assicurazioni, ai sensi dell’art. 3, cod. ass., che assegna una posizione privilegiata alla «protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative», rispetto alla sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione e alla stabilità del sistema. In questo contesto, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti risultano strumentali, rispetto alla tutela degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative.

³² Per quanto possa apparire una considerazione “metagiuridica”, non sembra azzardato affermare che l’orientamento della giurisprudenza nella valutazione delle condotte degli intermediari abbia subito un’evoluzione, anche alla luce della mutata

menziona trasparenza e correttezza fra le finalità “generali” della vigilanza (art. 5), ma soltanto fra le “regole generali” del titolo VI, peraltro, a seguito di una novella del testo originario dell’art. 127 T.U.B., ad opera del d.lgs. n. 141/2010, proprio per dare attuazione a una direttiva comunitaria (*i.e.*, la Direttiva 2008/48/CE, relativa al credito ai consumatori).

Costituisce, dunque, un’acquisizione relativamente recente, nel settore bancario, l’idea secondo cui la correttezza e la trasparenza dei rapporti con i clienti integrano i principi di sana e prudente gestione degli intermediari e finanche di stabilità complessiva del sistema finanziario, incidendo sulla “fiducia” dei risparmiatori in merito al corretto funzionamento del mercato del credito e del risparmio³³. Il che

“sensibilità giuridica”, rispetto alla protezione dei clienti, in concomitanza con l’erompere della tutela accordata dal legislatore comunitario. Significativi, al riguardo, sono soprattutto i *revirements* giurisprudenziali registratisi negli anni ’90 del secolo scorso, rispetto ai problemi del c.d. anatocismo bancario e, più in generale, degli usi, nei contratti bancari. Al riguardo, è senz’altro illuminante la lettura parallela di Cass., 15 dicembre 1981, n. 6631, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, 89, con nota di A. MARINI, *Anatocismo e usi bancari*, e di Cass., 16 marzo 1999, n. 2374, in *Giur. it.*, 1999, I, 1201, con nota di G. COTTINO, *La Cassazione muta indirizzo in tema di anatocismo* (è appena il caso di precisare che entrambe le pronunce hanno ad oggetto l’interpretazione dell’art. 1283 c.c., il cui testo è rimasto immutato dal 1942). Per uno sguardo d’insieme, in prospettiva storica, cfr. M. DE POLI, *La contrattazione bancaria. Tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012, nonché, più di recente, *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, A. BARENGHI (a cura di), cit.

³³ Cfr. l’intervento dell’allora Vice Direttore Generale della Banca d’Italia, A.M. TARANTOLA, *La trasparenza sostanziale nei rapporti tra banche e clienti: la visione della Banca d’Italia*, al *Convegno AICOM – DEXIA Crediop S.p.A. – La trasparenza: tutela formale o reale del cliente?*, Roma, 6 giugno 2011, in particolare 4 e 10, ove si osserva che «correttezza, fiducia e reputazione influenzano non solo la qualità dell’attivo degli intermediari ma anche la loro capacità di raccogliere fondi sui mercati, e quindi il rischio di liquidità» e che «la piena adesione [da parte degli intermediari] agli standard regolamentari a protezione della clientela non costituisce un mero adempimento burocratico ma un elemento strategico per il successo della banca e per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso» (p. 10). Donde la conclusione secondo cui «trasparenza e stabilità, in altri termini, sono due facce della stessa medaglia». Cfr., d’altronde, il Provvedimento di Banca d’Italia 29 luglio 2009 e successive modificazioni («Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari», Sez. I, 1.1: «Il rispetto delle regole e dei principi di trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela attenua i rischi legali e di reputazione e concorre alla sana e prudente gestione dell’intermediario»). Per uno spunto in tal

determina la necessità di procedere a un accorto bilanciamento fra interessi rilevanti.

Il tema del bilanciamento degli interessi protetti meriterebbe senz'altro un maggiore approfondimento, poiché, quanto meno a far data dall'emanazione della disciplina europea della crisi di banche e intermediari finanziari, la sensazione di una subordinazione della tutela dei clienti a valori (ritenuti) sovra-ordinati e convergenti verso la tutela *del risparmio*, in senso oggettivo e impersonale, è tornata ad affacciarsi nella riflessione degli interpreti. Il che potrebbe dischiudere uno scenario (forse, inevitabile, ancorché non troppo esaltante), secondo cui trasparenza-correttezza e concorrenza sono valori perseguibili nel contesto "fisiologico" di mercati stabili e di intermediari "solidi", ma devono cedere il passo, nei (purtroppo tutt'altro che infrequenti) periodi di crisi, allorché il profilo dell'impresa vigilata emerge in una diversa dimensione, quella, appunto, della crisi, la cui gestione comporta una "ri-pubblicizzazione" dell'impresa (quanto agli strumenti e ai soggetti deputati a gestirla), anche con sacrificio dei clienti / investitori, la cui tutela torna a essere quella indiretta o riflessa, ossia conseguente alla salvaguardia della stabilità degli intermediari e del mercato nel suo complesso³⁴.

senso cfr., peraltro, già V. DESARIO, *Salute e introduzione*, in AA.VV., *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, cit., 10, ove il rilievo secondo cui «pur mantenendosi concettualmente distinta dalle norme di vigilanza prudenziale, la disciplina in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali concorre in modo armonico al perseguimento delle finalità di efficienza, competitività e sana gestione degli intermediari sottoposti a vigilanza, enunciate dall'art. 5 del Testo unico». Sul tema cfr., tra gli altri, F. CAPRIGLIONE, *Operazioni bancarie e tipologia contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, 39; F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 150 ss.

³⁴ Cfr. A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria*, cit., 360, ove si sottolinea la conseguente «mutazione genetica della posizione stessa della Banca d'Italia», posto che «con l'inserimento, fra le finalità della vigilanza, della tutela della trasparenza, si completa il processo di "trasformazione" della Banca d'Italia in autentica autorità indipendente, come autorità il cui compito è anche quello di assicurare, da una posizione neutrale, un giusto equilibrio nelle posizioni rispettive dei protagonisti delle vicende bancarie». Nel prosieguo, peraltro, l'Autore osserva che la disciplina delle crisi delle banche ha fatto emergere l'inadeguatezza della Banca d'Italia, rispetto alla gestione della trasparenza (il riferimento è alle note vicende delle banche venete, nelle quali la Vigilanza avrebbe privilegiato i profili di rafforzamento

4. *L'evoluzione della disciplina sulla trasparenza*

Un primo aspetto, che sembra emergere dalle considerazioni sin qui svolte, è la modesta portata euristica – se non proprio la inopportunità – di una distinzione fra “trasparenza” e “correttezza”, pure predicabile, a livello meramente semantico e in base alle categorie tradizionali del diritto civile, che però rischiano talora di assumere i connotati dei “falsi amici”, ove poste al vertice di un ragionamento dogmatico, volto a desumere regole da concetti. Nel diritto dei mercati finanziari (in senso ampio), la trasparenza non è una semplice clausola generale, ma si concretizza in disposizioni analitiche³⁵. Il che pone, tra l'altro, il problema del rapporto fra l'osservanza delle regole di trasparenza (la “*compliance*”, in una prospettiva anche aziendalistico-burocratica) e la trasparenza (e la correttezza) dei comportamenti, valutati nel prisma della “tradizionale” buona fede civilistica³⁶.

della stabilità degli intermediari). Donde la proposta di sottrarre alla Banca d'Italia la tutela della trasparenza. Una diversa prospettiva dischiude, peraltro, la considerazione dei rapporti fra l'*impresa bancaria* (o finanziaria) e i clienti / investitori, nel contesto della regolamentazione del mercato regolato, nel senso che le situazioni soggettive dei clienti / investitori altro non sono se non *alcuni* degli interessi giuridicamente rilevanti. La tutela accordata a questi soggetti (e, di riflesso, l'individuazione della situazione soggettiva), dunque, deve essere ricostruita alla luce della disciplina complessiva del mercato regolato e dei preminenti interessi da questa protetti e perseguiti. Sull'argomento, si vedano i contributi pubblicati in *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, I, 799 ss., e, in particolare, C. ANGELICI, *Introduzione*, *ivi*, spec. 759; M. STELLA RICHTER JR., *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, *ivi*, spec. 777 ss.; G. GUIZZI, *Interesse sociale e governance bancaria*, *ivi*, 799; G. FERRI JR., *La posizione dei soci di società bancaria*, *ivi*, 806 ss. Punto di riferimento di questa impostazione è la riflessione di G. FERRI, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1975, I, 3.

³⁵ Sintomatica di questo non condivisibile approccio è la *vulgata* sulla distinzione fra regole di condotta e regole di fattispecie, nella prestazione dei servizi di investimento, a seguito delle note “sentenze gemelle” di Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, entrambe in *Foro it.*, 2008, I, c. 784. In argomento, si rinvia a quanto osservato in A. TUCCI, «*Etero-regolamentazione*» del contratto e disciplina dei mercati finanziari, cit., nota 29 e testo corrispondente, nonché alla trattazione di R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, cit., p. 78 ss.

³⁶ Cfr., da ultimo, G. DI CHIO, *Trasparenza bancaria e operazioni del fruitore di servizi bancari, di investimento, finanziari ed assicurativi: un quadro di insieme*, in

Anche per effetto delle “spinte” comunitarie, la disciplina della trasparenza ha progressivamente enfatizzato la dimensione della correttezza dei comportamenti e della conformazione delle condotte delle parti, con un avvicinamento al modello sotteso alla disciplina dei servizi di investimento.

Non è un caso che il progressivo “avvicinamento” fra i due corpi normativi – anche a livello di formante giurisprudenziale – sia coinciso con la proliferazione di prodotti “complessi”, che hanno reso evidente la non sempre marcata linea di demarcazione fra i diversi segmenti del mercato finanziario, suggerendo soluzioni “sincretiche” (applicazione cumulativa delle diverse discipline) ovvero (anche) “sintetiche” (valutazione della complessiva operazione economica realizzata dalle parti, secondo l’incerto e mobile paradigma della meritevolezza degli interessi).

Significativa, al riguardo, la vicenda del *leasing* con indicizzazione dei canoni, esaminata da Cass., Sez Un., 23 febbraio 2023, n. 5657, nella duplice prospettiva della meritevolezza degli interessi e della possibile applicazione cumulativa anche della disciplina dei servizi di investimento, in virtù del medio logico – dalla Corte, però, disatteso – dei c.d. derivati impliciti³⁷.

L’incidenza del diritto comunitario sull’evoluzione della disciplina della trasparenza ha condotto, inoltre, alla proliferazione di statuti particolari per i clienti consumatori e per tipologie di operazioni, con conseguente frammentazione della parte generale contenuta nel titolo sesto³⁸, anche per quanto riguarda i principi informativi, in termini di accentuazione della componente *consulenziale*, come evidente, ad esempio, in tema di credito immobiliare ai consumatori, ai sensi dell’art. 120-*septies*, comma, lett. *b*), ove è disposto che il finanziatore

Banca imp. soc., 2019, 430.

³⁷ Sul punto si rinvia, anche per riferimenti, ad A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi e derivati impliciti*, in *Foro it.*, 2023, I, 1099. Successivamente alla pronuncia delle Sezioni Unite, cfr. – per il richiamo alla causa concreta – Cass., 30 ottobre 2023, n. 30063.

³⁸ Cfr. A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria*, cit., 355, per il rilievo della tendenza alla “segmentazione della clientela”. Significativa, al riguardo, è la disciplina “speciale” del *ius variandi* nei servizi di pagamento (art. 126-*sexies*), che reca significative difformità, rispetto a quella “generale”, per quanto concerne il procedimento di modifica delle condizioni contrattuali e il requisito del giustificato motivo, apparentemente circoscritto ai rapporti con consumatori (comma 4-*bis*).

e l'intermediario del credito «basano la loro attività sulle informazioni rilevanti riguardanti la situazione del consumatore, su ogni bisogno particolare che questi ha comunicato, su ipotesi ragionevoli con riguardo ai rischi cui è esposta la situazione del consumatore per la durata del contratto di credito».

A livello sostanziale, l'accentuazione della dimensione conformativa ha importanti riflessi sul sistema dei rimedi, per quanto riguarda, in particolare, la nullità di protezione e, in quel contesto, l'uso della buona fede, quale tecnica di modulazione e di temperamento dei diversi interessi protetti³⁹.

Quanto sin qui osservato consente di pervenire a un'ulteriore conclusione.

Le regole di trasparenza e di correttezza presenti nel Testo Unico, nella loro attuale configurazione – anche quale risultante dal diritto giurisprudenziale –, non possono essere lette, semplicemente, come una evoluzione dell'applicazione ai rapporti bancari delle regole generali di buona fede e correttezza nei rapporti obbligatori⁴⁰. Il che non significa, evidentemente, la disapplicazione, nei rapporti bancari e finanziari, delle regole generali di correttezza precontrattuale e in costanza di rapporto, che si rivelano, per contro, imprescindibili, in sede di valutazione delle condotte degli intermediari abilitati, come reso evidente, ad esempio dal contenzioso in materia di mancata concessione

³⁹ Significativa, al riguardo, la vicenda del c.d. contratto mono-firma, in ambito bancario e finanziario, appunto per il ricorso alla buona fede, quale tecnica di bilanciamento degli interessi, anche a dispetto di specifiche disposizioni di legge. Cfr. le note sentenze di Cass., Sez. Un., 18 gennaio 2018, n. 898, in *Riv. dir. comm.*, 2018, II, 327, con nota di A. TUCCI, *La forma dimidiata nei contratti bancari e di investimento*, e di Cass., Sez. Un., 18 gennaio 2018, n. 898; Cass., Sez. Un., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 123, con nota di A. TUCCI, *Nullità di protezione e buona fede*. Un approccio analogo, sul piano metodologico, è riscontrabile nelle note pronunce della Corte di Cassazione in tema di nullità delle fidejussioni “a valle” di intese nulle (Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994 in *Foro it.*, 2022, I, 499) ovvero di superamento del “limite di finanziabilità” nel mutuo fondiario (Cass., Sez. Un., 16 novembre 2022, n. 33719). In argomento, si rinvia ad A. TUCCI, *La tutela giurisdizionale effettiva del consumatore e il giudicato implicito*, in *La tutela del consumatore esecutato in prospettiva europea*, D. LONGO (a cura di), Bari, 2023, 69 ss.

⁴⁰ Cfr., sul punto, R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, cit., 78 ss.

di finanziamenti ovvero di concessione a condizioni difformi, rispetto a quelle prospettate nella fase precontrattuale⁴¹.

Non può confondersi, in altri termini, quell'evoluzione – anche nella sensibilità degli interpreti e dei giudici, *in primis* – che ha accompagnato il diritto dei contratti bancari dal 1942 agli anni '90 (dal recesso *ad libitum*, alla fideiussione *omnibus*, all'anatocismo, *etc.*) con la precisa scelta di politica del diritto, cui si deve l'attuale disciplina della trasparenza bancaria, che è, innanzi tutto, uno strumento di regolazione del mercato.

Al riguardo è stato correttamente osservato che la disciplina attuale della trasparenza bancaria (e finanziaria) non mira soltanto a rimuovere o attenuare le asimmetrie informative fra intermediari e clienti – secondo il modello del “*market for lemons*” di Akerlof e, dunque, in una prospettiva di tutela del mercato, rispetto al pericolo di un suo “decadimento” per la sfiducia dei clienti⁴² –, essendo, piuttosto, parte

⁴¹ Nella giurisprudenza ABF, ad esempio, la controversia fra cliente e intermediario si incentra sovente sull'allegazione, da parte del cliente, di una “classica” fattispecie di lesione dell'affidamento, rispetto alla condotta dell'intermediario nella fase delle trattative, secondo il modello codificato nell'art. 1337 c.c. A questo genere di allegazioni si affiancano, peraltro, doglianze incentrate sul richiamo alla disciplina speciale della trasparenza bancaria, anche in una dimensione “conformativa” delle condotte degli intermediari, in particolare, ai sensi del combinato disposto degli artt. 116, comma 1, e 117, comma 7, lett. *b*), T.U.B. Cfr., ad es., la fattispecie esaminata da ABF Bari, 9 gennaio 2024, n. 341 (finanziamento concesso a condizioni differenti rispetto a quelle prospettate), e, in precedenza, da ABF Torino, 9 marzo 2023, n. 2317, e da ABF Bari, 13 gennaio 2022, n. 922.

⁴² Cfr., in questa prospettiva, N. SALANITRO, *Evoluzione dei rapporti tra disciplina dell'impresa e disciplina dei contratti nel settore creditizio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 597 ss., e il quadro di sintesi che si legge in A. MIRONE, *op. cit.*, 558 ss., il quale rileva, criticamente, che «la formula della trasparenza bancaria continua ad essere utilizzata in termini di “trasparenza delle relazioni contrattuali”, senza osservare che essa potrebbe anche determinare una più complessiva trasparenza del mercato». In altri termini, la “trasparenza bancaria” sarebbe comunemente percepita come una formula positiva (ma cfr. *supra*, nota 23), rispetto alla quale «si porrebbe solamente un problema di affinamento dei meccanismi regolamentari e di miglioramento delle informazioni offerte al mercato, mentre a ben vedere essa pone – come in realtà tutti gli interventi eteronomi (incluse le intese fra imprese: v. art. 4, l. 287/90) che limitano l'autonomia strategica nella determinazione dei profili riguardanti i prezzi e le caratteristiche del prodotto – il problema di verificare, in concreto, gli effetti delle singole regole sulle dinamiche di mercato». L'A. sottolinea anche il rischio che l'eccessiva uniformazione contrattuale incida negativamente sulla

di una precisa strategia regolatoria, che mira a incidere non (soltanto) sulle scelte di chi riceve la informazioni, quanto (soprattutto) sulla condotta e sulla organizzazione dell'impresa tenuta agli obblighi informativi, al fine, dunque, di modificare le condotte delle imprese che operano nei mercati regolati⁴³.

Donde la sopra ricordata inerenza delle regole di trasparenza e di correttezza alla sana e prudente gestione delle banche, secondo un'impostazione accolta anche dall'Autorità di vigilanza, e, più in generale, il diffuso rilievo secondo cui il contratto nei mercati regolati non può essere compreso isolando il profilo dell'atto da quello dell'attività in cui si colloca⁴⁴.

diversificazione qualitativa dell'offerta. Vero è, peraltro, che, in un mercato scarsamente concorrenziale, l'uniformazione imposta dal legislatore può risultare preferibile, rispetto a quella "concordata" dalle imprese. Più di recente, cfr. I. MERCANTI, *Public e private enforcement nella vigilanza sulla trasparenza bancaria*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, A. BARENGHI (a cura di), cit., 100. Il tema dei rapporti fra disciplina della trasparenza e dinamiche del mercato è stato approfondito, soprattutto, nella letteratura giuridica nordamericana. Cfr., quanto meno, i "classici" saggi di F.H. EASTERBROOK e D.R. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, 70, 1984, 669 ss.; J.C. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, *ivi*, 717 ss.

⁴³ Per il rilievo, cfr. F. DENOZZA, *I formanti ideologici del diritto privato bancario*, relazione al convegno di studi *Il diritto bancario nell'oggi. La tutela del cliente tra i diversi formanti*, U. MINNECI e A. TINA (a cura di), Milano, 19 ottobre 2023.

⁴⁴ Pur se in una diversa prospettiva, il rilievo è, peraltro, ben più risalente. Cfr. B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, spec. 47 e 112; P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1969 (rist. 2001), 205. Sul punto, cfr. già G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1950, 535 (con riferimento al contratto di assicurazione); T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, 1962, 157, il cui spunto è ripreso – con specifico riferimento all'attività bancaria – da P. VITALE, *Attività intermediale nella circolazione del bene «denaro»*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, II, 64. Per un inquadramento generale del problema, cfr. A. JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in *Trattato di diritto privato europeo*, N. LIPARI (a cura di), Padova, 2003, 3 ss. Da ultimo, cfr. F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3° suppl. al n. 1, 2022, 3 ss.

5. Rimedi e sanzioni

In questa prospettiva si comprende la presenza di sanzioni privatistiche per il caso di condotte inadeguate, che si inquadrano armonicamente in una strategia volta a conformare e indirizzare le condotte degli intermediari, superando la logica della mera *disclosure*⁴⁵.

L'inosservanza, da parte degli intermediari, degli obblighi di condotta in sede di instaurazione ed esecuzione del rapporto incide sulla gestione della fase patologica, non soltanto, come ovvio, legittimando l'autotutela del cliente, ma anche inibendola all'intermediario, come accade nella disciplina del credito immobiliare ai consumatori, ove è previsto un divieto di risoluzione del contratto o di esercizio del *ius variandi*, da parte del finanziatore, per non corretta valutazione del merito creditizio o per informazioni incomplete da parte del consumatore che non versi in dolo (art. 120-*undecies*, comma 3, T.U.B.). E ciò in quanto l'obbligo di valutazione del merito creditizio «persegue altresì l'obiettivo di responsabilizzare il creditore e di evitare che quest'ultimo eroghi un credito a consumatori insolvibili»⁴⁶.

Questa regola è ora codificata nell'art. 18 della Direttiva 2023/2225 del 18 ottobre 2023, in materia di credito ai consumatori, il cui primo comma precisa, innanzi tutto, che la valutazione del merito creditizio

⁴⁵ Cfr. A. JANNARELLI, *Il contraente risparmiatore*, cit., 73 ss.; F. DENOZZA *I formanti ideologici del diritto privato bancario*, cit.

⁴⁶ Cfr. C. Giust. UE, 10 giugno 2021, causa C-303/20, richiamando le sentenze del 18 dicembre 2014, *CA Consumer Finance*, causa C-449/13, EU:C:2014:2464, pt. 43; del 6 giugno 2019, *Schyms*, causa C-58/18, EU:C:2019:467, pt. 40, e del 5 marzo 2020, *OPR-Finance*, causa C-679/18, EU:C:2020:167, pt. 20). Nella giurisprudenza dell'ABF, con particolare riferimento al 120-*novies* T.U.B. (credito immobiliare ai consumatori) si è osservato che la condotta dell'intermediario contraria alle richiamate disposizioni, per quanto non possa comportare di per sé la nullità del contratto di finanziamento, «si rivela sindacabile sotto il profilo della buona fede, del dovere di correttezza e trasparenza delle informazioni e di corretta esecuzione delle operazioni»; di conseguenza la modifica unilaterale da parte dell'intermediario del tasso d'interesse relativo ad un contratto di mutuo comunicata al cliente in prossimità della data programmata per la stipula e l'eventuale omesso invio preventivo del PIES «non inficiano la validità della relativa clausola contrattuale, ma integrano ipotesi di responsabilità precontrattuale che da diritto al cliente al risarcimento del danno che deve essere provato ai sensi dell'art. 2697, cod. civ.» (ABF, Coll. Coord., 21 marzo 2019, n. 8049).

«è effettuata nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento». Il successivo sesto comma dispone che «gli Stati membri assicurano che il creditore eroghi il credito al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti».

Ai sensi del settimo comma, infine, «gli Stati membri assicurano che il creditore che concluda un contratto di credito con un consumatore non risolva né modifichi in un secondo tempo il contratto di credito a danno del consumatore a motivo del fatto che la valutazione del merito creditizio non era stata effettuata correttamente. Il presente paragrafo non si applica se è comprovato che il consumatore ha intenzionalmente omesso di fornire o ha falsificato le informazioni di cui al paragrafo 3 fornite al creditore».

La visione del diritto privato regolatorio si manifesta appieno sul terreno dei rimedi, – che non trova, peraltro, organica disciplina⁴⁷ – anche in virtù della coesistenza dei tradizionali strumenti di autotutela (c.d. *private enforcement*), affidati all'iniziativa del singolo, con gli strumenti di etero-tutela, attribuiti alle autorità di vigilanza (c.d. *public enforcement*).

In questo contesto si coglie, probabilmente, anche la ragione del progressivo ampliamento delle funzioni delle Autorità di vigilanza, non soltanto in termini di tutela del mercato, ma anche dei soggetti che vi operano, con conseguente “privatizzazione” delle Autorità, nel senso che queste risultano investite (anche) di poteri che realizzano una tutela di situazioni soggettive, in concorrenza (o in alternativa) con l'iniziativa del singolo, dinanzi all'autorità giudiziaria (art. 128-ter)⁴⁸.

Questo “arricchimento” delle funzioni delle Autorità amministrative si traduce soltanto indirettamente in un rafforzamento delle situazioni

⁴⁷ Cfr., sul punto, A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria*, cit., 356, il quale osserva criticamente che il sistema ignora quasi del tutto i rimedi privatistici per la violazione degli obblighi di trasparenza e, in particolare, il profilo della responsabilità degli intermediari, che trova soltanto nel T.U.F. una scarsa disciplina (art. 23, comma 6).

⁴⁸ Cfr. M. PERASSI, *Ruolo della Banca d'Italia e dell'autorità giudiziaria nel preservare l'integrità del sistema economico finanziario*, in *Banca imp. soc.*, 2014, 357 ss.; M. PASSALACQUA, sub art. 128-ter, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, cit., 2437.

soggettive o, quanto meno, non in termini sovrapponibili a quelli propri della tutela giurisdizionale dei diritti, poiché l’Autorità si trova a dover contemperare una pluralità di interessi, nell’esercizio di quella che resta pur sempre una *funzione* da esercitare nel rispetto e nel contemperamento delle finalità generali della vigilanza, sancite dal legislatore, e, dunque, con un insopprimibile margine di discrezionalità.

Non sembra, dunque, corretto ravvisare nella tutela degli interessi del singolo cliente la *funzione normativa* dei poteri accordati all’Autorità di vigilanza, appunto in ragione della pluralità di interessi che questa deve prendere in considerazione, contrariamente al privato, che agisce sempre per la tutela della propria sfera giuridica, ancorché gli *effetti* della sua iniziativa possano poi concorrere a realizzare anche interessi pubblicistici, secondo un modello che trova il suo archetipo nella disciplina dei mercati finanziari e in quella della concorrenza⁴⁹.

Vero è, peraltro, che nel contesto della regolazione del mercato mediante istituti e categorie del diritto civile l’interesse protetto dal

⁴⁹ Per la distinzione richiamata nel testo, cfr. M. BARCELLONA, *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul «concetto» di danno aquiliano*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, II, 213 ss. In giurisprudenza, cfr. Cass., 31 agosto 2021, n. 23655, spec. § 2.6.4 e § 2.6.7., nel solco delle pronunce di C. Stato, 22 settembre 2014, n. 4773, in *dejure.it*, e di Cass., 28 maggio 2014, n. 11904, in *dejure.it*. Pur se con riferimento a una fattispecie particolare, si vedano, inoltre, le più risalenti (ma tuttora attuali) riflessioni di A. DE MARTINI, *Condizioni generali di contratto imposte o approvate dall’autorità e disciplina delle clausole vessatorie nei contratti per adesione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1952, II, spec. 372-374. Alla luce di quanto osservato nel testo, non sembra fondata la critica di F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, cit., 32, il quale, con riferimento al potere della Banca d’Italia di imporre agli intermediari la «restituzione» delle somme illegittimamente percepite, ex art. 128-ter T.U.B., nega la possibilità di distinguere, sul piano funzionale e delle finalità, gli strumenti di *public* e di *private enforcement*, contrariamente a quanto sostenuto in A. TUCCI, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica*, in questa *Rivista*, suppl. al n. 1, 2020, 93, anche alla luce del disposto dell’art. 127 T.U.B., che, a sua volta, rinvia alle finalità della vigilanza, ex art. 5, imponendo all’Autorità un contemperamento fra una pluralità di interessi, anche potenzialmente confliggenti. Nella giurisprudenza di legittimità in materia bancaria, questa impostazione ricorre, da ultimo, nella nota sentenza delle Sezioni Unite in tema di nullità delle fidejussioni “a valle” di intese restrittive della concorrenza. Cfr. Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994, spec. § 2.13. In questo passaggio motivazionale si è vista la conferma dell’idea secondo cui «i rimedi civili vanno pensati come tecniche di controllo del mercato, strumenti di indirizzo sociale alternativi e complementari al diritto pubblico» (F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, cit., 16).

legislatore è, in realtà, di più ampio respiro, poiché attiene alla realizzazione di un determinato «ordine giuridico del mercato» ed evidenzia, dunque, una connotazione anche pubblicistica, che integra e completa il sistema della vigilanza⁵⁰.

Significativa è, ad esempio, la disciplina contenuta nell'art. 126-*septiesdecies*, in tema di obblighi informativi e responsabilità nel trasferimento dei servizi di pagamento, ove emerge chiaramente la dimensione “dissuasiva” e “conformativa” delle condotte degli intermediari, anche nella prospettiva promozionale di un mercato concorrenziale⁵¹.

In questo contesto, non può certo destare stupore l'affermazione – dogmaticamente, forse, discutibile, almeno rispetto alla sistematica codicistica – secondo cui anche la nullità costituisce un *rimedio*, se contemplata nella sua dimensione “dinamica”, della realizzazione dell'ordinamento giuridico, su impulso di parte o in virtù di un rilievo officioso, e si rivela, pertanto, strumento di politica legislativa e di «attuazione dell'interesse» protetto, con una «spiccata tendenza ad aggirare la fattispecie»⁵².

⁵⁰ Cfr. S. MAZZAMUTO, *Il contratto di diritto europeo*, Torino, 2012, 229.

⁵¹ Cfr. F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 700 ss., spec. 701, ove il condivisibile rilievo secondo cui «l'obiettivo principale che qui si favorisce non è tanto la reintegrazione del patrimonio del cliente leso dal ritardo, bensì la deterrenza rispetto a comportamenti disfunzionali per il mercato, quale naturale conseguenza di una misura afflittiva tesa a spiegare effetti coercitivi». Nel prosieguo l'A. collega l'efficacia di questa misura sanzionatoria agli strumenti di *enforcement* di cui è dotata la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 128-*ter*.

⁵² Cfr. S. MAZZAMUTO, *op. cit.*, 171; V. SCALISI, *Lineamenti di una teoria assiologica dei rimedi civili*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, I, 1049; P. PERLINGIERI, *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, in *Il Giusto Processo Civile*, 2011, 4. Per una diversa ricostruzione, cfr., peraltro, D. MESSINETTI, *La sistematica rimediaria*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 15 ss. Emblematica di questo uso giurisprudenziale della nullità quale rimedio è la menzionata sentenza di Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994, in tema di fideiussioni “a valle”, soprattutto per la consapevole “manipolazione” della nullità parziale, in una prospettiva anche di regolazione del mercato e di temperamento dei diversi interessi (cfr., in particolare, i §§ 2.13.2 e 2.17.2 della motivazione). Cfr., da ultimo, F. DI GIROLAMO, *La tutela del credito fra attività bancaria e diritto della concorrenza: le fideiussioni omnibus rilasciate a valle di un'intesa vietata*, in *Banca imp. soc.*, 2023, spec. 121 ss.; F. SARTORI, *Profili attuali delle nullità nel diritto dell'impresa. Note di indirizzo*, in questa *Rivista*, suppl. al n. 2, 2023, V ss.

Nella dimensione euro-unitaria, la nullità non è mera reazione dell'ordinamento alla difformità dell'atto, rispetto al paradigma legislativo, ma è, piuttosto, strumento per conformare e modellare il contratto e la contrattazione in funzione di protezione del regolamento di interessi perseguito dall'ordinamento.

Proprio con riferimento alla disciplina contenuta nell'art. 127 T.U.B., la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di statuire che «il potere del giudice, in questi ambiti, rafforza l'intensità della tutela accordata alla parte che, in ragione della propria posizione di strutturale minor difesa, potrebbe non essere in grado di cogliere le opportunità di tutela ad essa accordata»⁵³, anche in linea con la giurisprudenza della Corte di Giustizia sulle nullità consumeristiche, animata dalla preoccupazione che il regolamento pattizio consacrato nella clausola abusiva possa vincolare il consumatore, in ragione della logica degli istituti (o, meglio, dei dogmi) del diritto processuale domestico, così vanificando la regola sostanziale della “non vincolatività”⁵⁴.

In quest'ottica, il rilievo officioso delle nullità di protezione si rivela «essenziale al perseguimento di interessi pur sempre generali sottesi alla tutela di una data classe di contraenti (consumatori, risparmiatori, investitori); interessi che possono addirittura coincidere con valori costituzionalmente rilevanti – quali il corretto funzionamento del mercato, ex art. 41 Cost., e l'uguaglianza non solo formale tra contraenti in posizione asimmetrica –, con l'unico limite di riservare il rilievo officioso delle nullità di protezione al solo interesse del contraente debole, ovvero del soggetto legittimato a proporre l'azione di nullità, in tal modo evitando che la controparte possa, se vi abbia interesse, sollecitare i poteri officiosi del giudice per un interesse suo proprio, destinato a rimanere fuori dall'orbita della tutela».

A quest'ultimo riguardo, almeno un fugace cenno merita la recente vicenda del “superamento del giudicato implicito” nei rapporti con i consumatori⁵⁵, per le sue evidenti ricadute in ambito bancario, in

⁵³ Cfr. Cass., Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26242, § 3.10.

⁵⁴ Cfr., in particolare, il richiamo alla sentenza *Pannon* del 4 giugno 2009, in causa C-243/08, spec. § 31, ove si sottolinea «la natura e l'importanza dell'interesse pubblico su cui si fonda la tutela che la direttiva riconosce ai consumatori»; donde il potere-dovere del giudice di rilevare d'ufficio la natura abusiva di clausole contrattuali.

⁵⁵ Cfr. C. Giust. UE, 17 maggio 2022, cause riunite C-693/19 e C-831/19, nonché

termini, appunto, di bilanciamento fra l'interesse alla liquidità delle banche – di cui è espressione l'antico “privilegio” di cui all'attuale art. 50 T.U.B. – e l'interesse alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti, in termini di *tutela effettiva* del cliente-consumatore, sebbene questa prospettiva appaia troppo angusta e meritevole di ripensamento, rispetto a tutto il sistema delle nullità di protezione, che considera i rapporti fra intermediari e qualsiasi tipologia di cliente⁵⁶.

Anche in questo caso, sembra evidente la funzione *conformativa* del sistema dei rimedi, nel senso che le nullità di protezione mirano, al contempo, a proteggere uno dei contraenti e a conformare la condotta dell'altro (il professionista / intermediario), onde indirizzarla verso un modello di comportamento virtuoso, la cui inosservanza è “sanzionata” con l'applicazione di una disciplina, indubbiamente, penalizzante (appunto: una sanzione civile o una disciplina “a dispetto”), che si presta anche a un uso “opportunistico”, da parte del soggetto protetto, pur se entro gli argini della buona fede⁵⁷.

Il tema dei rimedi si riconnette, evidentemente, a quello delle istituzioni preposte alla “gestione” delle situazioni conflittuali, attività che costituisce, al contempo, un'applicazione della trasparenza,

le coeve pronunce nelle cause C-600/19, C-869/19 e C-725-19.

⁵⁶ Sul punto si rinvia a quanto osservato in A. TUCCI, *La tutela giurisdizionale effettiva del consumatore e il giudicato implicito*, cit., 86 ss. In argomento, cfr. anche L. BACCAGLINI, *Nullità di protezione, decreto ingiuntivo non opposto e giudicato implicito*, in questa *Rivista*, 2023, I, 57 ss. A seguito della pronuncia di Cass., Sez. Un., 6 aprile 2023, n. 9479, A. CARRATTA, *Le Sezioni Unite della Cassazione tra nomofilachia e nomopoiesi. A proposito della sentenza n. 9479 del 2023*, in *Rivista dell'Esecuzione Forzata*, 2023, spec. 363 ss.; A. CRIVELLI, *Le Sezioni Unite e il titolo nei confronti del consumatore. Ovvero come il diritto eurolunitario trasforma il diritto processuale esecutivo*, *ivi*, 383 ss.

⁵⁷ Sono queste, in estrema sintesi, le conclusioni cui perviene la ricordata sentenza di Cass., Sez. Un., 4 novembre 2019, n. 28314, § 22.2, ove si sottolinea che «l'uso selettivo del rilievo della nullità del contratto quadro non contrasta, in via generale, con lo statuto normativo delle nullità di protezione ma la sua operatività deve essere modulata e conformata dal principio di buona fede». In altri termini, l'uso “selettivo” del “rimedio” della nullità è del tutto fisiologico, nella logica della disciplina di settore, purché non conduca a un eccessivo vantaggio, in danno dell'intermediario. Donde la possibile “eccezione di buona fede”, che può paralizzare, in tutto o in parte, l'azione di nullità, sulla base dell'effettivo “pregiudizio” sofferto dall'investitore, alla luce del risultato complessivo dell'operatività in strumenti finanziari regolata dal contratto nullo.

soprattutto in termini di *riequilibrio* dei rapporti⁵⁸, e un frammento della vigilanza, anche per la necessaria opera di “concretizzazione” delle disposizioni di rango primario e secondario, sovente formulate mediante il ricorso a clausole generali o, comunque, a concetti soltanto parzialmente determinati. Questo aspetto è particolarmente evidente per i sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in ambito bancario e finanziario, che completano e attuano la regolazione del mercato e la conformazione dell’autonomia privata⁵⁹, anche nella prospettiva della armonizzazione massima a livello comunitario, nel cui contesto la tutela giudiziaria può essere percepita come un fattore disgregante, in ragione del diverso approccio dei giudici degli Stati membri nell’interpretazione di regole e principi contenuti in fonti di rango comunitario⁶⁰.

Le considerazioni sin qui svolte sembrano confermare la sensazione che la disciplina della trasparenza concorra – assieme a quella concernente la vigilanza e la crisi –, a delineare lo “statuto speciale” delle imprese che operano nei mercati regolati del credito e del

⁵⁸ Significativa, al riguardo, è la disciplina dei procedimenti dinanzi all’ABF e all’ACF, per quanto concerne, in particolare, i poteri delle parti, in termini di iniziativa e domande esperibili, obblighi di condotta endo-procedimentali, ripartizione delle spese. Cfr., sul punto, la decisione dell’ABF, Coll. Coord., 29 giugno 2017, n. 7716.

⁵⁹ Cfr. le «Disposizioni ABF» adottate dalla Banca d’Italia («Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari»), sez. I, § 1, ove le precisazioni secondo cui le decisioni dell’ABF «integrano il più ampio quadro informativo di cui la Banca d’Italia dispone nello svolgimento della propria funzione regolatrice e di controllo». Sembra evidente la ricaduta «conformativa» delle condotte degli intermediari, ad opera di decisioni pur formalmente non vincolanti. Sul piano della «concretizzazione» delle regole, basti evocare l’ampia casistica ABF in tema di «giustificato motivo» per l’esercizio del *ius variandi*, ex art. 118 T.U.B. (cfr., in particolare, ABF, Coll. coord., 12 dicembre 2018, n. 26498, in *arbitrobancariofinanziario.it*). Sui sistemi stragiudiziali di risoluzione di controversie in ambito finanziario cfr., in luogo di molti, l’ampia analisi di E. MINERVINI, *Gli strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia bancaria e finanziaria*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), 933 ss.

⁶⁰ Cfr. H. MICKLITZ, *The Transformation of Enforcement in European Private Law: Preliminary Considerations*, in *European Review of Private Law*, 2015, 491 ss.; A. JANNARELLI, *La direttiva sulle pratiche commerciali sleali business to business nella filiera alimentare: considerazioni introduttive*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), Milano, 2019, 456. Significativa è, in particolare, la dir. 2013/11/UE, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori.

risparmio, evidenziando la stretta correlazione fra contratto (*i.e.*, “prodotto”) e attività (e organizzazione) d’impresa⁶¹.

⁶¹ Cfr. A. NIGRO, *Presente e futuro della trasparenza bancaria*, cit., 361.

Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali.

SOMMARIO: 1. La sostenibilità come regola conformativa dei processi organizzativi – 2. *Product governance* e scarsità di informazioni sulla sostenibilità – 3. La discrezionalità degli intermediari nella valutazione dell'adeguatezza. – 4. La necessità di diversificazione degli investimenti. – 5. Prospettive di riforma.

1. La sostenibilità come regola conformativa dei processi organizzativi.

Il sistema finanziario svolge un ruolo chiave nel processo di transizione verde – ma più in generale nel processo di transizione sostenibile e, quindi, E-S-G – del sistema economico europeo, come sottolineato già dalla Comunicazione del 2019 della Commissione europea sul Green Deal europeo¹, dato che, secondo stime della stessa Commissione, il conseguimento degli obiettivi 2020 in materia di clima e energia richiede investimenti supplementari di circa 260 miliardi di euro l'anno².

In questo contesto il sistema finanziario è stato dunque individuato quale cinghia di trasmissione della nuova politica economica europea: non si tratta peraltro di una novità, essendo sufficiente rammentare il ruolo svolto dalle banche nel corso della recente pandemia, chiamate a mitigare lo *shock* simmetrico di domanda e offerta di beni e servizi

¹ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI, Il Green Deal europeo, Bruxelles, 11.12.2019 COM(2019) 640 final, 17 SS. v. anche COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 97 final, 1 ss.

² COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Uniti nel realizzare l'Unione dell'energia e l'azione per il clima: gettare le fondamenta della transizione all'energia pulita, Bruxelles, 18.6.2019, COM(2019) 285 final.

erogando finanziamenti, pur garantiti da soggetti pubblici, alle imprese danneggiate dai vari *lockdown*³.

Del resto, alla luce del nuovo patto di stabilità approvato dal Parlamento europeo ad aprile 2024, gli Stati membri dovranno contenere la spesa pubblica e i disavanzi eccessivi, pena l'apertura di procedure di infrazione⁴.

Ne consegue, come è stato giustamente osservato, che se per le banche la sostenibilità è una linea guida ineludibile, per altro verso la sostenibilità senza il contributo del sistema bancario non può certamente concretizzarsi⁵.

A tal fine, il legislatore europeo ha introdotto una serie di disposizioni che obbligano gli intermediari a tenere conto, nella prestazione dei servizi di investimento e nei propri processi organizzativi, dei fattori di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità del mercato.

³ M. MAGGIOLINO, *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del covid-19*, in *Riv. soc.*, 2020, 527 ss.; sul tema v. anche G. AMATO, D. CAMPO, *Le misure a sostegno delle imprese nel Decreto Cura Italia e nel Decreto Liquidità*, maggio 2020, 10, in www.dirittobancario.it; T. RUMI, *Merito creditizio e formalismo contrattuale nella disciplina del Decreto Liquidità*, in *Contratti*, 2020, 463 ss.; F. CIRAIOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità*, *diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 320 ss.; A. A. DOLMETTA, *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 253 ss.; R. NATOLI, G. MATTARELLA, *Il principio dell'insindacabilità della valutazione del merito creditizio alla prova dei miniprestiti emergenziali integralmente coperti dalla garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m, d.l. 23/2020)*, in *Giur. comm.*, 2022, 640 ss.

⁴ V. il comunicato stampa su <https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20240419IPR20583/patto-di-stabilita-i-deputati-approvano-le-nuove-regole-di-bilancio> e, al seguente link il testo adottato: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0439-AM-003-003_IT.pdf

⁵ F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, 317; M. SEPE, *sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a mauro giusti*, a cura di M. Passalacqua, Milano, 2021, 80.

Ci si riferisce cioè alle recenti modifiche alla direttiva delegata UE 2017/593⁶, attuate dalla direttiva delegata UE 2021/1269⁷, e a quelle al regolamento delegato UE 2017/565⁸, attuate invece dal regolamento UE 2021/1253⁹.

A ben vedere, si tratta di disposizioni altamente conformative dell'attività d'impresa e dell'autonomia privata. Comportando anche dei limiti all'iniziativa economia privata ai sensi dell'art. 41, comma 2, Cost., qualora la causa concreta del contratto sia in contrasto con l'interesse generale all'ambiente, esso potrà ritenersi invalido, per illiceità della causa e contrasto all'ordine pubblico o, in virtù della la clausola generale dell'ingiustizia del danno, si potranno esperire azioni risarcitorie nei confronti di imprese che producano danni diffusi¹⁰.

La sostenibilità, inoltre, si traduce in vero e proprio canone di comportamento delle imprese, inteso quale obiettivo da tenere in considerazione nei propri processi organizzativi, integrativo anche delle clausole generali come la sana e prudente gestione delle banche, di cui all'art. 5 t.u.b¹¹.

⁶ DIRETTIVA DELEGATA (UE) 2017/593 DELLA COMMISSIONE del 7 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari.

⁷ DIRETTIVA DELEGATA (UE) 2021/1269 DELLA COMMISSIONE del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti

⁸ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DELLA COMMISSIONE del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva

⁹ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2021/1253 DELLA COMMISSIONE del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

¹⁰ R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal Europeo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, a cura di M. Passalacqua, Milano, 2021, 8.

¹¹ V. SEPE, op. cit., 74 ss.; v. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità esg e attività bancaria*, in *banca borsa tit. cred.*, 2023, 6 ss.; v. A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 1 ss.

Basti pensare che, secondo gli orientamenti dell’Autorità bancaria europea in materia di concessione e al monitoraggio dei prestiti, le banche devono incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, e dovrebbero altresì tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari¹².

La considerazione dei fattori ESG, lungi dal ridursi in un limite all’esercizio dell’attività bancaria e di quella finanziaria, è dunque funzionale alla stessa sana e prudente gestione di cui all’art. 5 t.u.b.: il cambiamento climatico può infatti peggiorare le *performance* finanziarie dei clienti, qualora si materializzino i c.d. rischi fisici – come quelli che derivano dagli effetti tangibili del cambiamento climatico, compresi i rischi di responsabilità civile per aver contribuito al cambiamento climatico –, i rischi di transizione – ad esempio quelli che derivano dalla transizione verso un’economia a basse emissioni di carbonio e resistente ai cambiamenti climatici – e altri rischi, come quello di mercato – dovuto ai cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori – e quello legale, che potrebbero influire sull’andamento degli *assets* sottostanti¹³.

È dunque in questo più ampio contesto che vanno letti il regolamento UE 2021/1253 e la direttiva delegata UE 2021/1269, introduttivi, rispettivamente, dell’obbligo di considerare i fattori di sostenibilità, i rischi di sostenibilità e le preferenze di sostenibilità nello svolgimento della valutazione di adeguatezza¹⁴, richiesta per la prestazione dei servizi di investimento di consulenza e di gestione di portafoglio, e

¹² AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, 29/05/2020, 17.

¹³ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, op. cit., 17; P. BOLTON, M. DESPRES, L. A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, 2020, 17 ss.; in dottrina E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 59 SS., anche con riferimento all’utilizzo dei covenant come strumento di monitoraggio e contenimento dei rischi ESG nell’erogazione di credito.

¹⁴ Sulla valutazione di adeguatezza v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 1 ss.

dell'obbligo di integrare i fattori di sostenibilità nei processi di *product governance*¹⁵.

Tuttavia tali riforme si presentano problematiche dal punto di vista della *compliance* e dell'effettiva capacità di tutelare i clienti avverso pratiche di *greenwashing*¹⁶.

2. *Product governance e scarsità di informazioni sulla sostenibilità.*

Ai sensi del novellato art. 9, par. 9, dir. del. UE 2017/593, le imprese di investimento devono individuare in maniera sufficientemente granulare il mercato di riferimento potenziale degli strumenti finanziari, tenendo conto anche degli obiettivi di sostenibilità dei clienti; al contempo, traducendo in disposizioni vincolanti l'obiettivo di *policy* contenuto nel considerando 8 della dir. UE 2021/1269, le imprese non dovranno individuare un *target market* negativo per gli strumenti finanziari "sostenibili".

Un'interpretazione letterale delle due disposizioni si tradurrebbe in un'evidente antinomia, che renderebbe impossibile la *compliance* alle imprese di investimento: invero, dando per presupposta la compatibilità tra strumenti ed esigenze, caratteristiche ed obiettivi finanziari dei clienti, l'individuazione "granulare" del mercato di riferimento secondo gli obiettivi di sostenibilità dei clienti non sembra conciliabile con l'assenza di un *target market* negativo, equivalente cioè alla possibilità di distribuire qualsiasi strumento finanziario sostenibile a qualsiasi cliente.

I clienti, infatti, possono avere diversi obiettivi di sostenibilità e conseguentemente mirare ad acquistare prodotti con un grado di sostenibilità maggiore o minore, in conformità agli artt. 3 ss. del reg. UE 2020/852 (c.d. tassonomia), che, non a caso, distinguono diversi tipi di prodotti finanziari sostenibili: questi ultimi possono possedere

¹⁵ Sulla *product governance* v. G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 566 ss.; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 1 ss.; V. COLAERT, *Product governance: paternalism outsourced to financial institutions?* in *European Business Law Review*, 2020, 977 ss.

¹⁶ F. E. MEZZANOTTE, *EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems*, in *review of banking and financial law*, vol. 42, 2, 2023, 845 ss.

caratteristiche connesse alla sostenibilità ambientale o sociale ma non promuovere direttamente un investimento sostenibile (prodotti *light green*), potrebbero, invece, avere come proprio obiettivo primario la promozione di un investimento sostenibile (prodotti *dark green*) o, infine, produrre effetti pregiudizievoli sulla sostenibilità (*prodotti brown*)¹⁷.

In base ad una possibile interpretazione si può ritenere che il legislatore europeo voglia affermare l'astratta compatibilità tra gli strumenti finanziari sostenibili e tutti i clienti privi di obiettivi di investimento specifici legati alla sostenibilità, fermo restando l'obbligo di identificare in maniera granulare il *target market* in casi di clienti con obiettivi specifici di investimento sostenibile.

In tal senso depone peraltro un'interpretazione "sistematica" – *rectius*, complessiva – della direttiva MiFID II e, soprattutto, del regolamento delegato 2017/565, il cui novellato art. 54, par. 10, da un lato vieta all'impresa di investimento di raccomandare o negoziare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze, dall'altro consente all'impresa di raccomandare o negoziare ugualmente tali strumenti finanziari se il cliente decide di adattare le proprie preferenze di sostenibilità, conservando traccia della decisione del cliente.

Dato il nesso di funzionalità che lega la *product governance* e la valutazione di adeguatezza, può ritenersi che in sede di individuazione del *target market* il produttore goda di maggiore discrezionalità se i clienti di riferimento non hanno preferenze di sostenibilità, come già prospettato dalla dottrina per la valutazione di adeguatezza¹⁸.

L'interpretazione qui proposta trova un fondamento testuale anche nel considerando n. 7, dir. del. UE 2021/1269, il quale esplicita come

¹⁷ Sulla tassonomia dei prodotti finanziari sostenibili v. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 513 ss.; M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 433 ss.; D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating sustainable finance in the dark*, in *European business organization law review*, 2022, 50 ss.

¹⁸ Ci si riferisce al recente saggio di M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 261 ss., spec. 270 ss.

l'assenza dell'obbligo di individuare un *target market* negativo sia strumentale «a garantire che gli strumenti finanziari con fattori di sostenibilità restino facilmente disponibili anche per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità», e, ancora, nell'art. 1, della direttiva da ultimo citata, il quale, modificando l'art. 9, par. 1, del reg. UE 2017/593, introduce un principio di coerenza tra il *target market* e i fattori di sostenibilità degli strumenti finanziari.

Ne consegue che, allo stato attuale, gli intermediari godono di eccessiva discrezionalità nella definizione del *target market*, sia per l'assenza di dati sulle preferenze ESG dei clienti anche con riferimento ai singoli fattori (E, S, G)¹⁹, sia per la mancata finalizzazione del processo di attuazione della tassonomia UE sui prodotti sostenibili – non essendo ancora stata adottata una tassonomia sociale europea²⁰, né recepita una classificazione dei GSS (green, sustainable e social bonds)²¹ –, che potrebbe anche portare all'offerta di un'ampia gamma di prodotti molto diversi pur di includere strumenti finanziari ESG nella propria offerta²².

Ciò deriva dal fatto che, da un lato, l'art. 1, dir. del. UE 2021/1269, ha inserito nell'art. 9, par. 11, dir. del. UE 2017/593 l'obbligo delle imprese di investimento di valutare se i fattori di sostenibilità dello strumento finanziario siano coerenti col mercato di riferimento; dall'altro lato, tali fattori di sostenibilità sono definiti dal novellato art. 1, par. 5, dir. del. UE 2017/593 rinviando all'art. 2, n. 24 del reg. UE 2019/2088, che include all'interno di tali fattori anche le problematiche sociali, prive come detto di una tassonomia.

Come evidenziato dagli orientamenti dell'ESMA, inoltre, nell'identificazione del mercato di riferimento dello strumento finanziario e degli obiettivi di sostenibilità con i quali è compatibile, le imprese specificano la quota minima del prodotto investita in investimenti sostenibili, come definiti dall'art. 2, punto 1, reg. UE

¹⁹ M. COSSU, op. cit., 459; M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 36-37.

²⁰ V. *Final Report on Social Taxonomy. Platform on Sustainable Finance*, February 2022, 6 ss.

²¹ M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1276 ss.

²² M. SIRI, S. ZHU, op. cit., 36-37.

2019/2088, e la quota minima del prodotto investita in investimenti ecosostenibili, definiti invece dal reg. UE 2020/852²³.

Poiché le due definizioni si sovrappongono nel regolare gli investimenti che sono sostenibili dal punto di vista ambientale, ma divergono sui presupposti per classificare tali investimenti²⁴, non è concretamente chiaro quale sia la nozione di investimento sostenibile sotto il profilo *environmental* che deve guidare le imprese nei processi di *product governance*.

Non a caso, l'incertezza dei criteri alla stregua dei quali individuare il *target market*, dovuta anche alla mancanza di una definizione uniforme di strumenti finanziari ESG, sta inducendo molti *manufacturer* ad astenersi dal dichiarare il loro prodotto finanziario sostenibile per proteggersi da potenziali rischi di responsabilità civile²⁵.

L'aumento del rischio legale, peraltro, è maggiore per l'intermediario distributore, che nell'implementazione della *product governance* si basa proprio sulle informazioni fornite dal produttore; tale incertezza normativa, però, espone anche i clienti al pericolo di *greenwashing* e *mis-selling* nella stipula dei contratti a valle della catena distributiva.

Si consideri poi che le imprese piccole e quelle non quotate sono escluse dal Regolamento Tassonomia e dall'obbligo di fornire un report di sostenibilità ai sensi del nuovo art. 19-bis, par. 7, dir. 2013/34/UE²⁶, e ciò, riducendo l'ammontare di dati sulla loro sostenibilità, le rende meno attraenti per gli investitori²⁷ e rende più difficile, per gli

²³ ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della mifid ii*, 03/08/2023 ESMA35-43-3448, 12.

²⁴ La divergenza tra le due definizioni è sottolineata da D. A., ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 68, e da D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, 307-309.

²⁵ M. SIRI, S. ZHU, op. cit., 36-37.

²⁶ L'art. 1, n. 4, della dir. 2022/2464 UE ha sostituito l'art. 19 *bis* della dir. 2013/34/UE, prevedendo che «Per gli esercizi aventi inizio prima del 1° gennaio 2028, in deroga al paragrafo 1 del presente articolo, le piccole e medie imprese che sono enti di interesse pubblico ai sensi dell'articolo 2, punto 1), lettera a), possono decidere di non includere nella loro relazione sulla gestione le informazioni di cui al paragrafo 1 del presente articolo. In tali casi, tuttavia, l'impresa indica brevemente, nella sua relazione sulla gestione, i motivi per cui non è stata fornita la rendicontazione di sostenibilità».

²⁷ D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 69.

intermediari distributori, adempiere agli obblighi di *product governance*, quale adottare una strategia di distribuzione coerente con le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari; ciò verosimilmente porterà ad un ridotto investimento negli strumenti finanziari emessi da tali emittenti, come si evince, a contrario, da recenti ricerche empiriche che evidenziano un aumento dell'accesso ai capitali per i fondi sostenibili a seguito dell'attuazione della direttiva 2019/2088, dovuto allo spostamento degli investimenti verso prodotti finanziari ESG²⁸.

Si aggiunga, poi, che il corretto adempimento degli obblighi di *product governance* è attualmente ostacolato dalla mancanza di *rating* ESG uniformi a livello europeo, che impedisce di comparare il grado di sostenibilità dei prodotti finanziari, oggetto di valutazioni differenti in base all'agenzia che emette il *rating*,²⁹ aumentando così i costi per processare le informazioni prodotte dagli emittenti; l'adozione della nuova regolazione dei *rating* ESG, infatti, è ancora in corso d'opera, essendo stato raggiunto un accordo provvisorio tra Parlamento UE e Consiglio³⁰.

Si consideri, inoltre, che la risoluzione del 10 aprile 2024 del parlamento europeo ha modificato la direttiva 2013/34/UE, posticipando al 30 giugno 2026 i termini per l'adozione dei principi settoriali di rendicontazione di sostenibilità per taluni settori e talune imprese di paesi terzi³¹.

Sebbene la procedura *Lamfalussy* comporti ontologicamente un'introduzione graduale della normativa, in tal caso tale ritardo, pur motivato con l'esigenza di diminuire gli oneri di *compliance* delle

²⁸ L. SPAANS, J. DERWALL, J. HUIJ, K. KOEDIJK, *Sustainable Finance Disclosure Regulation: voluntary signaling or mandatory disclosure?*, February 2024, 2 ss., in <https://ssrn.com/abstract=4722820>; M. COSSU, op. cit., 458.

²⁹ M. COSSU, op. cit., 455-456.

³⁰ <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>

³¹ Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 10 aprile 2024 sulla proposta di decisione del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda i termini per l'adozione di principi di rendicontazione di sostenibilità per taluni settori e per talune imprese di paesi terzi (COM(2023)0596 – C9- 0386/2023 – 2023/0368(COD)); il testo della risoluzione è consultabile su www.dirittobancario.it.

imprese³², rischia di generare alcuni fallimenti del mercato e, paradossalmente, di aumentare i costi di *compliance*.

Ed infatti, in mancanza di informazioni dettagliate sulla sostenibilità delle imprese, ed in mancanza di *rating* standardizzati, produttori e distributori difficilmente potranno valutare la compatibilità tra gli strumenti finanziari di tali imprese e gli obiettivi di sostenibilità del mercato di riferimento.

Visto l'attuale livello di sviluppo del mercato dei prodotti ESG, ancora *in fieri*, certamente il giudizio sulla corretta attuazione degli obblighi di *product governance* dovrà essere condotto in base al principio di proporzionalità, richiamato con riferimento all'attuazione della POG dal par. 37 degli orientamenti emanati dall'ESMA sul governo del prodotto e dal considerando 18 della direttiva delegata MiFID II, che precisa: «*le regole di governance dei prodotti dovrebbero applicarsi a tutti i prodotti venduti sui mercati primari e secondari [...] Tuttavia, tali regole possono essere applicate in modo proporzionato in base alla complessità del prodotto e al livello di reperibilità delle informazioni pubblicamente disponibili, tenendo conto della natura dello strumento, del servizio di investimento e del mercato di riferimento*»³³.

Un'interpretazione eccessivamente rigida degli obblighi di *product governance* rischierebbe di penalizzare eccessivamente la produzione e la distribuzione di strumenti finanziari in favore delle cripto-attività, la cui produzione e distribuzione, invece, sono esenti dagli obblighi di governo del prodotto³⁴.

³² V. il considerando 3 della risoluzione legislativa del 10 aprile 2024.

³³ V. anche i riferimenti alla proporzionalità contenuti negli orientamenti dell'ESMA: ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti*, cit., 9, 13,16 (alla nota 22), 19,25, 29.

³⁴ Tale lacuna è stata evidenziata da S. GIULIANI, *Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell'investitore*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 58; G. MATTARELLA, *L'attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l'assenza di una regolazione cross-sectoral*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 639 ss.; F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile: gli "opposti" (non) si attraggono?*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 36 ss.

3. La discrezionalità degli intermediari nella valutazione dell'adeguatezza.

Le criticità evidenziate in merito all'assenza di informazioni dettagliate sulla sostenibilità degli strumenti finanziari si ripercuotono anche nella fase successiva della catena del valore.

Ed infatti, ai sensi dell'art. 24, par. 2, comma 2, della MiFID II, «L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».

Allo stato attuale, dato il livello di sviluppo del quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile – come detto, privo di una tassonomia sociale – gli intermediari avranno difficoltà a comprendere tutti i profili di sostenibilità degli strumenti finanziari, a valutarne la corrispondenza alle preferenze di sostenibilità dei clienti in sede di valutazione dell'adeguatezza e a determinare la quota del portafoglio investita in strumenti finanziari sostenibili³⁵.

La difficoltà di conoscere con esattezza le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari pone un evidente problema di selezione avversa, poiché, nell'attuale contesto di scarsità di informazioni, i clienti saranno propensi ad acquistare strumenti sostenibili solo a fronte di una diminuzione del loro “prezzo”, direttamente proporzionale alla probabilità che le informazioni ricevute non siano esatte, con fuoriuscita dal mercato dei prodotti realmente sostenibili scarsamente remunerati³⁶.

Si dirà che il modello della selezione avversa non è applicabile all'asimmetria informativa sulle caratteristiche di sostenibilità degli strumenti finanziari. Tuttavia, sebbene non vi siano opinioni unanimi sulla correlazione tra la sostenibilità e il rendimento di uno strumento

³⁵ V. F. E. MEZZANOTTE, op. cit., 15 ss., spec. 20 ss.

³⁶ V. G. AKERLOF, *The Market For “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 3, 1970, 488 ss.; F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *70 Virginia Law Review* 669 (1984), 673 ss.; nella dottrina italiana v. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 2 ss.

finanziario³⁷, è invece pacifico che i fondi ESG, non solo obbligazionari ma anche azionari, nei periodi di crisi dei mercati siano più resilienti, meno volatili e meno esposti agli *shock* di natura finanziaria, e che quindi le attività finanziarie con rating di sostenibilità elevati siano più resilienti nel lungo periodo e possano garantire migliori combinazioni di rischio e rendimento³⁸; si osserva, poi, una riduzione del costo del credito per le imprese con *rating* ESG più elevati, poiché il cambiamento climatico è un rischio di natura finanziaria che attenta alla stabilità del sistema finanziario³⁹.

Ancora, gli investimenti in emittenti non sostenibili sono certamente più esposti al rischio reputazionale, la cui gestione, appunto, sta inducendo gli investitori istituzionali a convertire il proprio portafoglio verso strumenti finanziari ESG *oriented*⁴⁰.

La carenza di informazioni sulla sostenibilità degli strumenti finanziari, rendendo lacunoso il processo di “mappatura” di questi ultimi, crea inoltre il rischio di condotte di *green* e *socialwashing*, volte a mascherare fenomeni di *mis-selling*, altamente probabili quando l’intermediario distributore è anche il produttore⁴¹.

Basti pensare che l’art. 54, par. 10, reg. del. UE 2017/565, come modificato dal reg. del. UE 2021/1253, vieta di raccomandare strumenti finanziari non conformi ad obiettivi di sostenibilità dei clienti. Tuttavia, poiché allo stato attuale vi è una carenza di prodotti finanziari allineati alla tassonomia contenuta nel reg. UE 2020/852 e di dati sull’impatto della sostenibilità sul rendimento⁴², un’interpretazione eccessivamente

³⁷ V. però EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *EBA REPORT ON MANAGEMENT AND SUPERVISION OF ESG RISKS FOR CREDIT INSTITUTIONS AND INVESTMENT FIRMS*, EBA/REP/2021/18, 31: «ESG factors are environmental, social or governance matters that may have a positive or negative impact on the financial performance or solvency of an entity, sovereign or individual»

³⁸ M. COSSU, op. cit., 458-459.

³⁹ M. COSSU, 458-459.

⁴⁰ A. CARRISI, op. cit., 5.

⁴¹ V. F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, in *quaderni giuridici consob*, 28 aprile 2023, 29 ss.

⁴² D. A. ZETSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 47 ss., spec. 72-73; cfr. P. BOLTON, M. DESPRES, L. A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, op. cit., 24.

rigida di tale divieto potrebbe a fenomeni di *mis-selling*, conducendo a perdite finanziarie per gli investitori.

Come è stato osservato, infatti, orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta l'assoggettamento a rischi tipici di tali prodotti, come il rischio di transizione, e cioè che la transizione ecologica non avvenga nei modi e nei tempi previsti⁴³; inoltre per alcune attività economiche *brown* non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili, sicché un prodotto diretto a finanziare attività *green* potrebbe rivelarsi in contraddizione con l'andamento dello specifico mercato⁴⁴.

Di converso, gli strumenti finanziari emessi da emittenti che non tengono conto dei rischi e dei fattori di sostenibilità sono caratterizzati sia da un maggiore rischio di fisico, sia da un maggiore rischio di mercato per effetto del possibile cambiamento delle preferenze degli investitori, che può impattare sul prezzo di tali strumenti⁴⁵.

4. *La necessità di diversificazione degli investimenti.*

Onde evitare tali esternalità negative occorre valorizzare la clausola generale dell'agire nel miglior interesse del cliente (art 21 t.u.f.), ritenendo che nella composizione del portafogli di investimento occorra operare una diversificazione che tenga conto sia dei rischi di transizione sia dei rischi fisici, e che l'inserimento in portafoglio di strumenti finanziari non sostenibili sia in linea teorica ammesso, qualora sia funzionale per la diversificazione non altrimenti ottenibile⁴⁶, e per evitare, dunque, un'eccessiva concentrazione dei rischi sia finanziari sia, più specificamente, di transizione.

In tal senso depongono gli orientamenti dell'ESMA, dai quali si evince che nella valutazione dell'adeguatezza, mentre la conoscenza e l'esperienza del cliente devono essere valutati in relazione ad ogni strumento finanziario, gli obiettivi di investimento e la situazione

⁴³ M. ARRIGONI, op. cit., 265-266.

⁴⁴ M. ARRIGONI, op. cit., 265-266.

⁴⁵ V. P. BOLTON, M. DESPRES, L. A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, op. cit., 17 ss., spec. 20-21.

⁴⁶ V. M. ARRIGONI, op. cit., 268 ss., spec. 277-278; v. ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della Mifid II*, 03/04/2023, esma35-43-3172, 4 ss.

finanziaria possono essere valutati con riferimento al portafoglio complessivo del cliente⁴⁷; e che la valutazione di adeguatezza in relazione alle preferenze di sostenibilità, in particolare, può essere effettuata applicando tali preferenze «in media al livello del portafoglio nel suo insieme o al livello della parte/percentuale del portafoglio che il cliente intende investire in prodotti con caratteristiche di sostenibilità»⁴⁸.

La necessità di diversificare tenendo conto dei rischi di transizione, ovviamente, deve ritenersi valida *rebus sic stantibus*, poiché con la progressione del processo di conversione dell'economia verso la sostenibilità anche i rischi di transizione dovranno ritenersi superati.

Ne consegue l'opportunità, allo stato attuale, di non introdurre ulteriori regole volte ad irrigidire la valutazione di adeguatezza, come quella, ipotizzata dalla commissione europea nella consultazione sulla strategia di finanza sostenibile, di considerare gli strumenti finanziari sostenibili come opzione di investimento di *default*⁴⁹.

Da un lato, una regola di tal fatta avrebbe il pregio di orientare le scelte di investimento verso la sostenibilità senza però cancellare la libertà di scelta dei clienti, in base alla tecnica del *nudging*, dall'altro lato postulerebbe lo sviluppo di un mercato con vari strumenti finanziari sostenibili, ciascuno dei quali adeguato anche all'esperienza, alla conoscenza e agli obiettivi di investimento finanziari dei clienti⁵⁰.

Recenti ricerche dimostrano purtroppo che il livello di conoscenza della finanza ESG è ancora basso, persino nei paesi con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria generale⁵¹.

⁴⁷ ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza*, cit., 29, par. 87

⁴⁸ ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza*, cit., 29, par. 88.

⁴⁹ V. *Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy 8 April 2020 - 15 July 2020*, 13.

⁵⁰ V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation. Sustainable Finance as a New Policy Objective* (April 1, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4087166> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4087166>, 17. Sul nudging v. R. H. THALER, C. R. SUNSTEIN, "Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron", *University of Chicago Public Law & Legal Theory Working Paper No. 43*, 2003, 1 SS.

⁵¹ V. M. FILIPPINI, M. LEIPPOLD, T. WEKHOF, *Sustainable finance literacy and the determinants of sustainable investing*, in *Journal of Banking and Finance*, 2024, 1 ss.;

Al tempo stesso, però, la carenza di informazioni sulla sostenibilità rischia di assegnare un'eccessiva discrezionalità agli intermediari nei processi di mappatura dei prodotti prodromici ai processi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza, che spesso consente di modificare i criteri di determinazione dell'idoneità degli strumenti per i clienti evitando gli effetti bloccanti del giudizio di inadeguatezza o del *target market* negativo⁵².

I rischi di *mis-selling* potranno essere ridotti dall'istituzione del c.d. *European Single Access Point*, recentemente oggetto del reg. UE 2023/2859⁵³, il quale, gestito dall'ESMA, consentirà di accedere gratuitamente a tutte le informazioni rese pubbliche ai sensi delle direttive e regolamenti elencati nell'allegato alla proposta, tra cui la MiFID II, il Regolamento Tassonomia, la dir. 2019/2088/UE e la dir. 2014/95/UE (c.d. *Non Financial Reporting Directive*), nonché alle informazioni volontariamente pubblicate dalle imprese⁵⁴.

Si tratta di un sistema informativo che certamente diminuirà i costi di ricerca e di elaborazione delle informazioni sulla sostenibilità, favorendo l'attività di *price discovery* svolta dagli investitori istituzionali e dalle agenzie di *rating* a beneficio dell'intero mercato, soprattutto degli investitori *retail* privi delle competenze e delle risorse per raccogliere, analizzare e comprendere le informazioni⁵⁵.

Medio tempore, però, rimane il rischio di una scorretta esecuzione degli obblighi di *product governance* e di valutazione dell'adeguatezza per mancanza di informazioni ESG, e conseguente selezione avversa,

il basso livello di alfabetizzazione finanziaria è uno dei fattori che impedisce lo sviluppo della finanza ESG presso i *Post-Millennials*, sebbene alcuni studi dimostrino un interesse di tale generazione verso la finanza sostenibile: M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials*, cit., 1281 ss.

⁵² F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, op. cit., 61 ss.

⁵³ REGOLAMENTO (UE) 2023/2859 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 dicembre 2023 che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità

⁵⁴ V. F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, op. cit., 61 ss.; v. art. 1, par. 1, lett. a) e b), reg. 2023/2859 UE.

⁵⁵ V. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 2 ss.; v. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 58 ss.; v. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, 1 ss., spec. 41 ss.; v. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 694.

considerato che ai sensi dell'art. 1, par. 1, reg. UE 2023/2859 per la costituzione dello ESAP vi è tempo fino al 10 luglio 2027, e che le piccole e medie imprese, i cui valori sono negoziati nei mercati regolamentati, saranno esentate fino al 2028 dall'obbligo di fornire nella relazione di gestione informazioni sull'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità⁵⁶.

5. Prospettive di riforma.

Una volta completato il *framework* normativo europeo sulla finanza sostenibile, ed aumentato il livello di alfabetizzazione finanziaria dei clienti, sarà prospettabile l'introduzione di regole limitative della discrezionalità degli intermediari in sede di valutazione dell'adeguatezza, come l'obbligo di raccomandare strumenti finanziari sostenibili quali opzioni di investimento di *default*, a parità di adeguatezza dello strumento anche sotto il profilo finanziario⁵⁷.

Del resto, una soluzione simile, sia in quanto espressione di paternalismo libertario, sia in quanto parimenti ispirata da obiettivi di interesse pubblico, è stata già adottata dal d.lgs. 252/2005, che prevede un regime di silenzio assenso per l'adesione ai fondi pensione collettivi⁵⁸.

Dato l'attuale sviluppo della finanza sostenibile, l'immediata introduzione dell'obbligo di raccomandare strumenti finanziari ESG rischierebbe di incentivare condotte di *green* e *social washing* delle imprese in sede di valutazione dell'adeguatezza⁵⁹, incentivate anche dall'incerta definizione di investimenti sostenibili ed ecosostenibili, ancora in attesa della tassonomia sociale europea, e dalla produzione sub ottimale di informazioni ESG.

⁵⁶ T. LOIZZO, F. SCHIMPERNA, *Esg disclosure: regulatory framework and challenges for italian banks*, in *Questioni di economia e finanza (occasional papers)*, 744, 2022, 24; v. art. 1, n. 4, dir. 2022/2464/UE.

⁵⁷ In tal senso V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation*, cit., 17. In senso contrario a una regolazione più paternalistica della finanza sostenibile cfr. D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SORENSEN, op. cit., 47 ss., spec. 74 ss.

⁵⁸ V. F. RIGHINI, *Educazione finanziaria. Uno strumento per cittadini, risparmiatori e mercati*, Milano, 2019, 147 ss., ove ampi riferimenti al tema del *nudging*.

⁵⁹ V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation*, cit., 17.

Sempre *de jure condendo*, e sempre nell'ottica ridurre la discrezionalità degli intermediari in sede di valutazione dell'adeguatezza, appare necessario allineare l'art. 81, reg. UE 2023/1114 (c.d. MiCAR⁶⁰) con l'art. 54 del reg. del. UE 2017/565.

Attualmente i prestatori di servizi di gestione di portafoglio e consulenza finanziaria relativi a cripto-attività in sede di valutazione dell'adeguatezza devono considerare «le conoscenze dei clienti e le loro esperienze di investimento in cripto-attività, i loro obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, e la loro la situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite», ma non le preferenze di sostenibilità del cliente⁶¹.

Poiché tale lacuna non pare colmabile in via ermeneutica tramite un'interpretazione estensiva dell'obbligo di agire nel miglior interesse dei clienti previsto dall'art. 66 MiCAR⁶², allo stato attuale banche e imprese di investimento possono eludere la valutazione delle preferenze di sostenibilità del cliente semplicemente proponendogli l'investimento in cripto-attività, nonostante lo stesso legislatore europeo, contraddittoriamente, dichiarò esplicitamente all'art. 60, par. 3, MiCAR che «la prestazione di consulenza sulle cripto-attività è considerata equivalente alla consulenza in materia di investimenti di cui alla sezione A, punto 5, dell'allegato I alla direttiva 2014/65/UE» e che «la gestione di portafogli di cripto-attività è considerata equivalente alla gestione di portafogli di cui alla sezione A, punto 4, dell'allegato I alla direttiva 2014/65/UE»⁶³.

Nella prestazione di uno qualsiasi dei servizi per le cripto-attività di cui all'art. 3, n. 16, MiCAR, inoltre, gli intermediari non dovranno adempiere agli obblighi di *mandatory disclosure* previsti dagli artt. 6, 7, 8 e 9 del reg. UE 2019/2088, poiché, sebbene l'impresa di investimento che svolga servizi di gestione di portafoglio relativi a cripto-attività possa rientrare nell'ampia nozione di partecipante ai

⁶⁰ Sul quale si rinvia a M. T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023, 1 ss.

⁶¹ Tale discrasia è evidenziata da F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 35 ss.

⁶² In tal senso F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 38-39.

⁶³ Sulla presunzione di equivalenza dei servizi v. M. T. PARACAMPO, op. cit., 13 ss.

mercati finanziari di cui all'art. 2, n. 1, lett. b), reg. UE 2019/2088, le cripto-attività invece non rientrano nella definizione di prodotto finanziario contenuta nel n. 12 dell'articolo da ultimo citato⁶⁴.

Tale arbitraggio regolatorio è una delle tipiche conseguenze dell'adozione di una regolazione settoriale, problema ormai noto ma ancora irrisolto del diritto dell'economia⁶⁵. In tal caso si tratta probabilmente di una scelta consapevole del legislatore europeo volta a rendere l'Unione europea uno dei mercati principali delle cripto-attività a livello mondiale, come si evince anche dalla regolazione più *soft* in materia di informazione al mercato primario prevista per tali *assets*, rispetto alla regolazione più invasiva prevista per gli strumenti finanziari, soggetti al reg. UE 2017/1129 (c.d. Prospetti)⁶⁶.

Da un lato, dunque, il legislatore europeo si pone in concorrenza con altri ordinamenti, come gli Stati Uniti, che assoggettano le cripto-attività alla stessa normativa delle *Securities* (il *Securities Act* del 1933)⁶⁷, abbassando gli *standard* regolatori delle cripto-attività in una sorta di *race to the bottom*⁶⁸; dall'altro mira a perseguire un obiettivo di *policy* totalmente opposto, cioè rendere l'Europa il principale mercato dei prodotti e degli strumenti finanziari sostenibili.

⁶⁴ D. BUSCH, op. cit., 323-324; F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 35 ss.

⁶⁵ V. V. COLAERT, *European Banking, Securities and Insurance Law: cutting through sectoral lines?*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1579 ss.; v. M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 145 ss. Di normativa interstiziale parla F. RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile*, cit., 36.

⁶⁶ V. G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n° 605/2021, August 2021, 1 ss.; V. F. ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, 11/12/2023, *EBI Working Paper Series 2023*, n. 158, 40 ss.

⁶⁷ V. P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 645 ss.; sul *Securities Act* in generale v. E. KELLER, *Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, in *Ohio State Law Journal* 49, 1988, 329 ss.

⁶⁸ L'espressione è di E. C. CHAFFEE, *Finishing the Race to the Bottom: An Argument for the Harmonization and Centralization of International Securities Law*, in *Seton Hall Law Review*, 2010, 1581 ss.

Una vera e propria dimenticanza del legislatore europeo può considerarsi invece l'omessa integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi di *product governance* dei fornitori di prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP), autonomamente disciplinati dall'art. 25 del reg. UE 2019/1238⁶⁹.

L'art. 23 del regolamento appena citato estende ai fornitori di PEPP, comprese le imprese di investimento, gli obblighi di comportamento in materia di conflitti di interesse e di valutazione dell'adeguatezza previsti dalle disposizioni nazionali attuative di MiFID II, e dai regolamenti europei emanati in attuazione di tali disposizioni, ma non le disposizioni della MiFID II sulla *product governance*; materia, quest'ultima, che è autonomamente regolata dall'art. 25 del reg. UE 2019/1238.

Data l'estensione ai fornitori di PEPP dell'obbligo previsto dalla MiFID II di valutare l'adeguatezza, contrariamente a quanto sostenuto in dottrina si deve ritenere che anch'essi siano obbligati a valutare le preferenze di sostenibilità dei clienti⁷⁰. Tuttavia, in conseguenza dell'approccio non *cross-sectoral* alla regolazione della finanza sostenibile, l'obbligo di cui all'art. 9, dir. del. UE 2017/593 di valutare la coerenza tra gli strumenti finanziari e le preferenze di sostenibilità del *target market* non si applica ai fornitori di PEPP, non essendo stato modificato l'art. 25 del reg. UE 2019/1238.

Pare pertanto auspicabile che il legislatore colmi anche tale lacuna per assicurare il *level playing field* tra gli intermediari e uno sviluppo non asimmetrico della finanza sostenibile.

⁶⁹ V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei tra regolazione del mercato e automatizzazione dei servizi finanziari. (Il Reg. UE 2019/1238 del 20 giugno 2019 e la sua attuazione ad opera del d.lgs. 2 agosto 2022, n. 114)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 114 ss. Come evidenzia V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, Working Paper No. 2020/06 (November 2020), 4 e alla nota 26, disponibile al seguente link: <https://ssrn.com/abstract=3786624>, il regolamento sui PEPP menziona la finanza sostenibile solo al considerando 8.

⁷⁰ Come evidenziato nel testo, per effetto dei rinvii normativi alla MiFID II le preferenze di sostenibilità sono parzialmente integrate nel regime di protezione previsto dal reg. UE 2019/1238, contrariamente a quanto sostenuto da V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, cit., 18: «The recently adopted PEPP and Crowdfunding Regulations do not integrate sustainable finance in their investor protection regimes yet».

Se alla settorialità delle normative sulla finanza sostenibile si aggiungono il carattere estremamente aperto delle definizioni di investimenti sostenibili, preferenze di sostenibilità e la necessità di confrontare atti normativi di livello 1 e regolazioni di dettaglio di livello 2 per estrapolare le definizioni rilevanti in materia di *product governance* e valutazione dell'adeguatezza, ne segue un notevole onere di *compliance* per le imprese⁷¹; problema, quest'ultimo, che certamente non è circoscritto alla normativa sulla finanza sostenibile, essendo connaturato alla procedura *Lamfalussy* che caratterizza la formazione del diritto europeo del mercato dei capitali⁷².

Infine, è opportuno domandarsi se non possa essere anticipato l'obbligo delle piccole e medie imprese, i cui valori sono negoziati nei mercati regolamentati, di fornire nella relazione di gestione informazioni sull'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità.

Invero, anche se tale anticipazione comporterebbe costi di *compliance* notevoli, è opportuno domandarsi se essi non sarebbero compensati da un maggiore accesso al mercato dei capitali, come suggeriscono recenti ricerche empiriche, le quali dimostrano come a seguito dell'introduzione del reg. UE 2019/2088 i fondi classificati come ESG abbiano goduti di flussi di investimento maggiori rispetto al passato, e come la *disclosure* al mercato sia stata in grado di dirigere verso la sostenibilità il comportamento degli investitori⁷³.

È vero che è interesse delle imprese, di fronte ad un problema di *adverse selection*, comunicare spontaneamente le informazioni rilevanti – in questo caso sulla sostenibilità – al mercato per accrescere la propria reputazione e distinguere i propri prodotti, poiché in assenza di queste ultime gli investitori ricevono un segnale negativo e non possono non essere disposti a finanziare l'impresa⁷⁴.

Tuttavia, tale meccanismo di mercato può in concreto fallire, considerato che l'emittente può sempre ritenere maggiori i benefici di una falsa dichiarazione – o dell'omissione di tale dichiarazione – rispetto ai costi derivanti dalla perdita di reputazione⁷⁵, impattanti

⁷¹ F. E. MEZZANOTTE, op. cit., 1 ss.

⁷² V. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, 59 ss.

⁷³ L. SPAANS, J. DERWALL, J. HUIJ, K. KOEDIJK, op. cit., 1 ss.

⁷⁴ A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, cit., 18 ss.

⁷⁵ A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, cit., 21.; F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 675.

sull'accesso al credito o al mercato dei capitali (costi indiretti), oltre che rispetto ai costi diretti, connessi alla produzione delle informazioni e derivanti da attività di *compliance*, segreteria, consulenza, e di monitoraggio da parte delle strutture di governo societario⁷⁶.

Peraltro la dir. 2022/2464/UE tiene conto dell'esigenza di diminuire i costi di produzione dell'informazione societaria per le PMI, che, com'è noto, poiché la produzione di informazioni presenta economie di scala, in quanto i costi della produzione d'informazioni sono in larga misura fissi e aumentano in modo meno che proporzionale all'aumentare delle dimensioni dell'impresa, sono svantaggiate nella misura in cui sopportano costi di informazione proporzionalmente superiori⁷⁷.

Ed infatti, il paragrafo 6 del nuovo art. 19 *bis*, dir. 2013/34/UE, inserito dall'art. 1, dir. 2022/2464/UE, prevede che le PMI possano fornire un report di sostenibilità semplificato, contenente solo: «a) una breve descrizione del modello e della strategia aziendali dell'impresa; b) una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità; c) i principali impatti negativi, effettivi o potenziali, dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità e le eventuali azioni intraprese per identificare, monitorare, prevenire o attenuare tali impatti negativi effettivi o potenziali o per porvi rimedio; d) i principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa; e) gli indicatori fondamentali necessari per la comunicazione delle informazioni di cui alle lettere da a) a d)».

Tali argomentazione dovrebbero dunque indurre a ripensare la posticipazione dell'obbligo di cui all'art. 19-*bis*, dir. 2013/34 UE per le

⁷⁶ Distingue tra costi diretti e indiretti delle informazioni societarie G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 203 ss.; v. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 707-709.

⁷⁷ G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria*, cit., 209; v. F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, op. cit., 671: «The securities laws possess many of the characteristics of classic interest group legislation. Existing rules give larger issuers an edge, because many of the costs of disclosure are the same regardless of the size of the firm or the offering. Thus larger or older firms face lower flotation costs per dollar than do smaller issuers. The rules also help existing investment banks and auditing firms obtain an advantage because they acquire expertise and because rivals cannot compete by offering differentiated products».

piccole e medie imprese, onde evitare fenomeni di selezione avversa o *greenwashing* dannosi sia per le PMI sostenibili, sia per lo sviluppo della finanza sostenibile.

Il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità nel settore bancario*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Lo stato dell’arte: la normativa a tema sostenibilità nel settore bancario. – 2.1. Segue: i fattori ESG nel pacchetto bancario CRR III e CRD VI. – 3. Il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità per le imprese finanziarie regolamentate. – 4. La responsabilità civile per violazione degli obblighi di sostenibilità. – 5. Considerazioni conclusive sulla CSDDD nel settore bancario

1. Premessa

All’esito di un iter legislativo alquanto tortuoso, la Direttiva sul “*Dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità*” o, nella nota versione inglese “*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*” (Direttiva (UE) 2024/1760 – CSDDD, CS3D) è stata infine approvata dal Parlamento Europeo lo scorso 24 aprile 2024 e un mese dopo, il 24 maggio 2024, dal Consiglio. Il testo finale, firmato il 13 giugno 2024, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il 5 luglio 2024 ed entrerà in vigore dopo venti giorni.

Come noto, la proposta di Direttiva, sviluppata dalla Commissione il 23 febbraio 2022¹ ha subito nel tempo importanti modifiche, recepite in un primo momento nel testo del 30 novembre 2022 emesso dal Comitato dei rappresentanti permanenti dei governi degli Stati membri

* Il presente contributo costituisce lo sviluppo della relazione tenuta al Convegno “*Le nuove frontiere del Testo Unico Bancario: sostenibilità, digitalizzazione e protezione del cliente*”, organizzato dall’Universitas Mercatorum il 19/04/2024.

¹ La quale trova un antecedente nella Risoluzione del Parlamento del 10 marzo 2021, recante raccomandazioni concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese, che è stata commentata da diversi studiosi e ad essa è stato dedicato il numero 2/3 del 2021 della *Rivista delle società*. Prodromici alla raccomandazione del Parlamento sono stati altresì l’*Inception Impact Assessment della Commissione sulla Sustainable corporate due diligence* del 30 luglio 2020, nonché i due studi commissionati dalla Commissione, *Study on due diligence requirements through the supply chain* del gennaio 2020 e *Study on directors’ duties and sustainable corporate governance* del luglio 2020, affidati rispettivamente al British Institute of International and Comparative Law (BIICL), unitamente al Civic Consulting e London School of Economic Consulting, e alla società di revisione Ernst & Young. In commento, si veda: R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa — Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021, 35 ss.

(Coreper) e approvato dal Consiglio nel dicembre 2022. Il primo giugno del 2023 il Parlamento ha poi approvato il testo e nel dicembre 2023 pareva che fosse stato raggiunto un accordo con il Consiglio per l'approvazione finale. Tuttavia, quest'ultimo ha rimandato più volte il voto a causa delle preoccupazioni espresse da diversi Stati membri, tra cui la Germania e l'Italia, che preannunziavano di astenersi. Il testo finale approvato il 15 marzo 2024 dal Consiglio dell'Unione europea, all'ultimo momento utile perché l'iter fosse completato entro la fine della legislatura del Parlamento europeo, è quindi considerevolmente diverso da quello iniziale, ma anche da quello del dicembre 2023.

Le ragioni di tali difficoltà risiedono nel notevole dibattito che ha generato la proposta di Direttiva in merito all'utilità ed efficacia dell'imposizione di gravosi obblighi a tema sostenibilità sulle società, con il rischio di un incremento delle azioni di responsabilità verso gli organi gestori ed un generale aumento dei costi. In tale contesto, grande opposizione ha riscosso l'inclusione nell'ambito di applicazione della Direttiva della fornitura di servizi finanziari da parte degli istituti di credito e, in generale, delle imprese di investimento. Ne è risultato un testo finale in cui l'ambito di applicazione soggettivo e temporale sono stati sensibilmente ridimensionati.

Con il presente contributo si intende svolgere una prima riflessione sul possibile impatto della nuova Direttiva CSDD per il settore bancario, ovvero se ed in che misura sarà in grado di modificare la condotta delle imprese finanziarie regolamentate, tra cui rientrano gli enti creditizi, e, quindi, dei relativi organi di *governance*, ovvero l'organo con funzione di supervisione strategica, il c.d.a. nel modello tradizionale, e il consiglio di gestione, composto dagli amministratori delegati².

Per rispondere a tale questione, è necessario principiare con una, seppur rapida, analisi dello stato dell'arte della normativa a tema sostenibilità nel settore bancario e, a seguire, svolgere un esame delle regole della CSDDD che più da vicino riguardano le banche.

² G. B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 53 ss.

2. *Lo stato dell'arte: la normativa a tema sostenibilità nel settore bancario*

La normativa a tema *sostenibilità esterna*³, relativa ai fattori ambientali, sociali e di *governance* (*Environmental, Social, Governance* – ESG), che si applica all'attività bancaria, è alquanto frammentata e complessa⁴. Si tratta dell'inevitabile riflesso della sovrabbondante regolamentazione di settore, derivante dalla diffusione del potere regolamentare nelle mani di diversi soggetti, ovvero la Banca d'Italia ai sensi dell'art. 53, co. 1, lett. d) t.u.b., la Banca Centrale Europea, ai sensi dell'art. 4, co. 3, secondo periodo, del Reg. UE n.

³ M. STELLA RICHTER, *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 1, 30, che distingue tra “sostenibilità interna” intesa quale continuità aziendale, ovvero capacità di mantenimento di un equilibrio economico – finanziario e “sostenibilità esterna” che afferisce ad un equilibrio dell'attività di impresa con fattori esterni ambientali, sociali e di buon governo.

⁴ Sul tema sostenibilità e attività bancaria: R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca Banca borsa tit. cred.*, 1, 2023, 8; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e Mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), Padova, 2022, 63 ss.; F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 315; ID, *L'insostenibile leggerezza dell'essere sostenibili. Noti brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 185; ID, *Sostenibilità non finanziaria, “sana e prudente gestione” e governo societario delle banche. “Arlecchino” nel C.d.a.?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2022, 325. Nella dottrina internazionale, tra i molti v.: S.E. LIGHT, C.P. SKINNER, *Banks and Climate Governance*, in *Colum. L. Rev.*, 121, 2021, 1895; F. RIGANTI, A.-M. WEBER, *Market Regulation, Banking Industry and ESG: The Long and Winding Road to Sustainability*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, dicembre 2021; S. GRÜNEWALD, *Climate Change as a Systemic Risk in Finance: Are Macroprudential Authorities Up to the Task?*, in *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD (eds.), London, 2021, 227; M. CHENG, I. HASAN, *Firm ESG Practice and the terms of bank lending*, in *Sustainable finance and ESG: Risk, Management, Regulations, and implications for Financial institutions*, C. GAGANIS, F. PASIOURAS, M. TASIOU, C. ZOPOUNIDIS (eds.), London, 2023, 91; C. GAGANIS, F. PASIOURAS, M. TASIOU, *ESG and credit risk*, in *Sustainable finance and ESG: Risk, Management, Regulations, and implications for Financial institutions*, cit., 125; K. ALEXANDER, *Bank governance and sustainability*, in *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, K. ALEXANDER, M. GARGANTINI, M. SIRI (eds.), Cambridge, 2024; D. RAMOS MUNOZ, *Integrating climate risk in banking regulation*, in *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, cit.

1024/2013, l’Autorità Bancaria Europea (ABE o EBA), a norma del Reg. UE n. 1093/2010⁵. A ciò si aggiungano i penetranti poteri di controllo ed intervento delle autorità di vigilanza, che possono impartire direttive e imporre misure correttive, al punto da far emergere un fenomeno di nuova pubblicizzazione⁶ o *bank government*⁷.

Nel settore bancario è, quindi, presente un sistema di regole eteronome di organizzazione dei processi idoneo a limitare ampiamente la discrezionalità dell’organo di amministrazione, sotto l’egida del principio della “sana e prudente gestione” (Circ. n. 285/2013, Parte Prima IV.1.1.).

A partire dall’Accordo internazionale di vigilanza prudenziale sui requisiti minimi di capitale, noto come Basilea II⁸, si è diffusa la suddivisione di questo insieme di regole in tre pilastri: il primo pilastro è relativo ai requisiti patrimoniali; il secondo pilastro afferisce al

⁵ Sull’eccesso di regolamentazione: G. B. PORTALE, *op. cit.*, 48 ss. e 61, ove parla di regolamentazione eccessiva (c.d. *overregulation*); V. CALANDRA BUONAURA, *L’impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 1, 27.

⁶ A. NIGRO, *Considerazioni conclusive*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, I, 835 ss.

⁷ M. STELLA RICHTER, *A proposito di bank government, corporate governance, e Single Supervisory Mechanism*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, I, 772 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 267, che giunge a formulare l’ipotesi di imputare alla sola autorità di vigilanza la responsabilità per danni conseguenti a scelte gestorie così indirizzate.

⁸ Il Comitato di Basilea è nato nel 1974 per iniziativa dell’allora Gruppo dei Dieci, in occasione della crisi di una banca tedesca, che mise a nudo i rischi connessi con un’attività bancaria internazionale condotta in assenza di regole comuni. Sin dall’emanazione del primo Concordato del 1975, il Comitato – costituito da rappresentanti di banche centrali e organismi di vigilanza bancaria – ha dettato standard internazionali che non costituiscono una fonte normativa (o regolamentare) sovranazionale. Pertanto, gli accordi di Basilea contengono proposte o raccomandazioni, che i Paesi membri del Comitato si propongono di attuare all’interno dei propri ordinamenti, in maniera tale da far convergere i vari sistemi di vigilanza. L’accordo Basilea II, mediante l’introduzione della struttura a pilastri e l’interconnessione tra gli stessi, mirava a definire requisiti più sensibili al rischio e nuovi presidi del processo di controllo prudenziale, ma soprattutto a realizzare un sistema integrato di vigilanza. In tema: v. F. ACCETTELLA, *L’accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all’interno del diritto dell’UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 462, 475; A. VICARI, *La nuova disciplina di Basilea tra obblighi di capitalizzazione delle banche, costo medio del passivo e obiettivo di riduzione dei tassi di finanziamento per le imprese*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, I. DEMURO (a cura di), Torino, 2010, 12.

controllo da parte delle autorità di vigilanza; e il terzo pilastro riguarda gli obblighi di trasparenza e informazione del mercato. Di seguito, quindi, si seguirà la divisione in pilastri per illustrare le regole a tema sostenibilità.

Il terzo pilastro è quello che merita di essere affrontato per primo in quanto comprende la normativa vincolante sulla sostenibilità, di fonte europea e nazionale, più consolidata e sviluppata.

Le banche, infatti, sono tra i destinatari degli obblighi di *disclosure* delle politiche, dei modelli e delle strategie di business che tengano conto dei fattori ESG nella dichiarazione non finanziaria di cui alla Direttiva 2014/95/UE *Non Financial Reporting Directive* – NFRD, recepita in Italia con il d.lgs. n. 254 del 30 dicembre 2016⁹. Tale direttiva ha subito un importante sviluppo sia in termini di ambito soggettivo, che oggettivo con l'entrata in vigore della Direttiva (EU) 2022/2464 *Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD¹⁰, la

⁹ In commento: M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2020, 3; C. MOSCA e C. PICCIAU, *La dichiarazione non finanziaria e la relazione sulla gestione*, in *Bilancio*, M. IRRERA (a cura di), Bologna, 2022, 445; R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla Direttiva 2014/95 alla proposta di Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2023, 434 ss.; D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie*, in *Corporate governance*, 2022, 159; S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 415 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 993 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss.

¹⁰ A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023, 111 ss.; EAD, *L'armonizzazione del reporting di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contr. Impr.*, 2023, 88 ss.; O. CAGNASSO, *Sostenibilità socio ambientale e sostenibilità finanziaria nella prospettiva delle P.M.I.*, in *Giur. it.*, 2024, 1229 ss.; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 562 ss.; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, 607; L. SOLIMENE, *La direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG*, in *Riv. dott. comm.*, 2022, 596; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 1, 145; M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2022, 165.

quale ha introdotto – conferendogli un’autonomia concettuale – il reporting di sostenibilità. La Direttiva è stata peraltro oggetto di recentissimo recepimento nel nostro ordinamento con il D.lgs. n. 125 del 6 settembre 2024, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 10 settembre 2024.

Agli enti creditizi si applicano altresì il Regolamento (UE) 2019/2088 – SFDR, relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e il Regolamento (UE) 2020/852, c.d. Tassonomia, che ha introdotto una classificazione delle attività economiche che possono essere considerate sostenibili in base all’allineamento agli obiettivi ambientali dell’Unione Europea.

Inoltre, l’art. 449-*bis* del *Capital Requirements Regulation* – CRR II (Regolamento 2013/575/UE relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi, come modificato con il Regolamento 2019/876/UE)¹¹, prevede che i grandi enti che hanno emesso titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato pubblichino informazioni relative ai rischi ambientali, sociali e di governance, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione.

I descritti riferimenti normativi restituiscono una visione di pieno coinvolgimento del settore bancario per quanto riguarda l’informativa di sostenibilità.

Nella prospettiva di primo pilastro, invece, la considerazione dei fattori ESG è più recente ed ancora *in fieri*.

Anzitutto, occorre menzionare l’art. 501-*quater* del Regolamento CRR II, rubricato “*Trattamento prudenziale delle esposizioni relative a obiettivi ambientali e/o sociali*”, ai sensi del quale l’ABE valuta se sia giustificato un trattamento prudenziale, ovvero rispetto ai requisiti patrimoniali, dedicato ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali. In particolare, l’ABE esamina: a) le metodologie per la valutazione dell’effettiva rischiosità delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali

¹¹ Il Regolamento 2019/876/UE (CRR II) e la Direttiva (UE) 2019/878 (CRD V), su cui meglio *infra*, hanno per la prima volta previsto e inserito specificamente i fattori ESG nella disciplina degli enti creditizi. In commento: A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 55, nota 71; V. BEVIVINO, *Il bank government dopo l’integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 620 ss.; A. BROZZETTI, *Legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2021, 29 ss.

rispetto alla rischiosità di altre esposizioni; b) l’elaborazione di opportuni criteri per valutare i rischi fisici e i rischi di transizione, compresi i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; c) i potenziali effetti di un trattamento prudenziale dedicato a delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali sulla stabilità finanziaria e sui prestiti bancari nell’Unione¹².

La valutazione dei rischi è, infatti, necessaria per gli accantonamenti patrimoniali obbligatori al fine della determinazione di un capitale adeguato e deve tenere conto dei rischi collegati ai fattori ESG, tra cui, in particolare, il rischio fisico e il rischio di transizione¹³.

Il rischio fisico è connesso all’impatto economico della crisi ambientale e ai potenziali danni derivanti dall’emergenza climatica e dall’atteso aumento di eventi naturali (la cui manifestazione può essere definita “estrema” ovvero “cronica”)¹⁴ che incidono sulla produttività, nonché sul patrimonio immobiliare e sulle garanzie reali, incrementando la probabilità di default delle controparti. Il rischio di transizione deriva dal passaggio a nuovi sistemi di produzione e consumo dell’energia che permettano di ridurre le emissioni di gas serra, o, comunque, di inquinare di meno, oltre che dall’adozione di normative atte a favorire gli sviluppi tecnologici. Inoltre, il rischio di transizione è legato al ruolo che la politica ha affidato agli intermediari finanziari e, in particolare, alle banche nel concorrere – attraverso il

¹² L’ABE presenterà una relazione sulle sue conclusioni al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione entro il 28 giugno 2025 e sulla base di tale relazione, la Commissione presenterà, se del caso, una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio.

¹³ R. LENER, P. LUCANTONI, *op. cit.*, 17; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 158 ss.; F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere sostenibili. Noti brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, cit., 192; V. BEVIVINO, *op. cit.*, 610 ss.; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 592 ss.

¹⁴ La Banca d’Italia ha precisato che «I rischi fisici acuti dipendono dal verificarsi di fenomeni ambientali estremi (come alluvioni, ondate di calore e siccità) legati ai cambiamenti climatici che ne accrescono intensità e frequenza. I rischi fisici cronici, invece, sono determinati da eventi climatici che si manifestano progressivamente (ad es. il graduale innalzamento delle temperature e del livello del mare, il deterioramento dei servizi ecosistemici e la perdita di biodiversità)», cfr. Banca d’Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 8 aprile 2022, 4.

finanziamento privato – al raggiungimento degli obiettivi di neutralità climatica entro il 2050 e di riduzione del 55% delle emissioni di gas serra già entro il 2030¹⁵, promuovendo il mutamento delle preferenze dei consumatori e della fiducia dei mercati.

Nell'attività di erogazione del credito e nella valutazione del relativo rischio, dunque, gli enti creditizi devono considerare accanto alla solidità finanziaria del cliente e l'idoneità delle garanzie prestate, anche l'esposizione delle garanzie stesse ai rischi climatici e l'orientamento dei progetti e delle attività finanziate in una prospettiva sostenibile e di transizione ecologica del Paese¹⁶. In altri termini, al processo di valutazione finanziaria del credito, deve aggiungersi un processo di *scoring* ESG sia in fase di concessione che in fase di monitoraggio del credito¹⁷, il quale, nondimeno, sta scontando notevoli difficoltà a causa

¹⁵ Secondo il Green Deal europeo le finalità perseguite dallo stesso comportano un ingente fabbisogno di investimenti, che richiede la mobilitazione sia del settore pubblico sia di quello privato e, in particolare: “*Il settore privato sarà determinante per finanziare la transizione verde*” [cfr. COM(2019) 640 final, 19]. V. anche Banca d'Italia, P. ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, 19 gennaio 2022; EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18, June 2021, 39 ss.

¹⁶ EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, 29/05/2020: «*Gli enti dovrebbero incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, adottando un approccio olistico*». Sull'esposizione ai rischi ESG delle banche v. anche V. BEVIVINO, *op. cit.*, 606 ss.

¹⁷ R. LENER, P. LUCANTONI, *op. cit.*, 18, secondo cui «*lo scoring ESG dovrebbe essere funzionale a incorporare, nel costo del credito, gli oneri connessi ai rischi climatici e ambientali e a scontare per finanziamenti ecosostenibili, un tasso di interesse più favorevole collegato al conseguimento di obiettivi di sostenibilità da parte del cliente*», mentre il monitoraggio dovrebbe riguardare «*una graduazione tra (1) crediti green, (2) crediti likely to (turn) brown o (3) un declassamento al livello di brown loan*», esprimendo dubbi sulle possibili conseguenze in punto di incidenza sulla quantificazione del capitale. Anche: F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 322, fa riferimento a possibili nuove tipologie di crediti deteriorati, derivanti dalla variazione in negativo delle condizioni sostenibili pattuite al momento del rilascio del finanziamento. Inoltre, M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 593, nota 179, evidenzia che le banche cui si applicava la NFRD e ora la CSRD sono tenute ad avvalersi del *green asset ratio* (GAR), ovvero un indice che designa il coefficiente di attivi verdi. In particolare, il Regolamento

della mancanza di parametri univoci di misurazione, sebbene le istituzioni siano impegnate nel delineare standard tecnici di implementazione¹⁸.

2020/852/UE (o Regolamento Tassonomia) e il relativo Regolamento delegato 2021/2178/UE, hanno introdotto, tra gli indicatori di prestazione fondamentali (KPIs), il GAR, ossia l'indice che misura il rapporto tra le attività totali della singola banca (al denominatore) e quelle allineate alla normativa in materia di sostenibilità (al numeratore), da cui emerge che quanto più basso sarà il GAR tanto più l'istituto bancario dovrà incrementare il livello di *green assets*. Su ulteriori KPIs che si applicano agli istituti di credito v.: A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 119, nota 78.

¹⁸ Tra gli atti europei che mirano a creare un quadro più armonizzato nell'utilizzo di *benchmark* che rendano le informazioni standardizzate, affidabili e comparabili, occorre menzionare il Regolamento 2019/2089, assieme ai Regolamenti delegati 2020/1816, 2020/1817 e 2020/1818, per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica e quelli allineati con l'accordo di Parigi. Inoltre, il Regolamento Tassonomia 2020/852/UE mira ad istituire un quadro che favorisca gli investimenti sostenibili anzitutto fornendo una definizione di attività sostenibile dal punto di vista ambientale. La Commissione, con il Regolamento delegato 2021/2139/UE (*Climate Delegated Act*), ha fissato i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale. In dottrina diffusamente e ove altri riferimenti: A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 77. Infine, la Direttiva (EU) 2022/2464 *Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*, ha previsto che la Commissione adotti standard comuni di reporting (*European Sustainability Reporting Standards – ESRS*) che le società dovranno rispettare obbligatoriamente, sulla base dei Principi di rendicontazione di sostenibilità di cui agli artt. 29-ter e 29-quater CSRD e su proposta dell'*European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)*. La Commissione ha adottato la prima parte degli ESRS il 31 luglio 2023 con il Regolamento delegato 2023/2772/UE, mentre con la Direttiva 2024/1306/UE è stato prorogato al 30 giugno 2026 il termine per l'adozione da parte della Commissione europea di ulteriori standard di rendicontazione specifici per taluni settori e per talune imprese di paesi terzi. Sul tema v. anche: EBA, *Final Draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks*, 24 January 2022; BIS, *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, June 2022; BCE, *ECB report on institutions' climate-related and environmental risk disclosures*, novembre 2020; Banca d'Italia, Occasional Paper n. 732 - *Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*, di L. LAVECCHIA, J. APPODIA, P. CANTATORE, R. CAPPARIELLO, S. DI VIRGILIO, A. FELETTIGH, A. GIUSTINI, V. GUBERTI, D. LIBERATI, G. MEUCCI, S. PIERMATTEI, F. SCHIMPERNA, K. SPECCHIA, 21 novembre 2022.

I fattori ESG, poi, possono incidere anche sul “rischio di reputazione”, sul “rischio operativo”, in relazione ai beni immobili della banca, e sul “rischio di liquidità”, in considerazione della possibile riduzione dei depositi da parte della clientela, che debba utilizzare risorse per far fronte alle spese di riparazione o ristrutturazione dei danni causati dagli eventi climatici o per la ristrutturazione ecologica¹⁹. Infine, i fattori ESG possono influire sul “rischio di mercato”, ovvero sull’oscillazione di valore degli strumenti finanziari nell’attivo della banca a causa di eventi climatici sfavorevoli, o per azioni regolamentari e di politica economica dirette a sanzionare imprese emittenti che non rispettano i requisiti di sostenibilità ambientale e sociale²⁰.

In definitiva, i rischi connessi ai fattori ESG sono connotati da una spiccata inter-settorialità²¹, che complica il dovere delle banche di definire processi di gestione e politiche di governo adeguate.

Il secondo pilastro concerne il processo di revisione e di valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*) condotto dalle autorità di vigilanza, Banca Centrale Europea e Banca d’Italia, presso le singole banche. Nel corso delle valutazioni dello SREP, le autorità di vigilanza esaminano il modello di business, la *governance* e il sistema di gestione del rischio, valutando i rischi che una banca deve affrontare, per il capitale, la liquidità e il livello di finanziamento²², tra cui i rischi connessi ai fattori ESG. La valutazione di questi ultimi è diventata parte della pratica di vigilanza della BCE e delle autorità di vigilanza nazionali²³, a seguito dell’indicazione

¹⁹ R. LENER, P. LUCANTONI, *op. cit.*, 19.

²⁰ Il Regolamento (UE) 2019/2088 – SFDR all’art. 2, codifica il “rischio di sostenibilità” al pari di «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento».

²¹ F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere sostenibili. Noti brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, cit., 193; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 593.

²² Il risultato della valutazione è un punteggio SREP, che determina se e in quale misura saranno adottate misure di vigilanza aggiuntive, come una richiesta di maggiorazione del capitale. Per approfondimenti, v.: P. LUCANTONI, *SREP Decision e (in)dipendenza nella governance bancaria*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 539.

²³ Nel luglio 2022, la Banca Centrale Europea ha effettuato, nel contesto dello SREP un *Climate Risk Test* per valutare l’impatto dei rischi ESG a fronte di scenari di differente gravità. A commento, v.: E. ROGGE, *Climate Change Stress Testing for*

contenuta nelle Linee guida dell’Autorità Bancaria Europea del marzo 2022²⁴.

Per comprendere il ruolo dell’ABE, deve farsi riferimento all’art. 98, par. 8° della *Capital Requirements Directive – CRD V* (Direttiva 2013/36/UE sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale, come modificata dalla Direttiva (UE) 2019/878 del 20 maggio 2019), il quale dispone che l’Autorità Bancaria Europea debba valutare la potenziale inclusione nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti (SREP) dei rischi ambientali, sociali e di *governance*. La valutazione dell’ABE deve comprendere almeno: «a) lo sviluppo di una definizione uniforme dei rischi ambientali, sociali e di *governance*, inclusi i rischi fisici e i rischi di transizione; questi ultimi comprendono i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; b) lo sviluppo di criteri qualitativi e criteri quantitativi adeguati per valutare l’impatto di tali rischi sulla stabilità finanziaria degli enti a breve, medio e lungo termine; tali criteri includono processi per le prove di stress e l’elaborazione di analisi di scenari per valutare l’impatto dei rischi ambientali, sociali e di *governance* nel quadro di scenari con gravità variabile; c) i dispositivi, i processi, i meccanismi e le strategie che gli enti devono mettere in atto per identificare, valutare e gestire i rischi ambientali, sociali e di *governance*; d) i metodi e gli strumenti di analisi per valutare l’impatto dei rischi ambientali, sociali e di *governance* sulla concessione di crediti e sulle attività di intermediazione finanziaria degli enti».

Inoltre, l’ABE può emanare orientamenti in materia di inclusione uniforme dei rischi ambientali, sociali e di *governance* nel processo di

the Banking System, in *ECFR*, 20, 2023, 717.V. anche: EBA, *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise*, EBA/Rep/2021/11, 21 May 2021; BCE, *Climate-related risk and financial stability*, July 2021; BCE, *The state of climate and environmental risk management in the banking sector*, November 2021; Banca d’Italia, G. SIANI, *Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali*, 15 febbraio 2023; Banca d’Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit.; BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, 27 novembre 2020.

²⁴ EBA, *Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing under Directive 2013/36/EU*, EBA/GL/2022/03, 18 March 2022.

revisione e valutazione prudenziale e, come anticipato, tale potere è stato ampiamente utilizzato dall’Autorità²⁵. Soltanto per menzionare l’iniziativa più recente, il 18 gennaio 2024, l’ABE ha avviato una consultazione pubblica sulla bozza di Linee Guida sulla gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG), terminata il 18 aprile 2024²⁶. La bozza di orientamenti stabilisce i requisiti per gli enti volti all’identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei rischi ESG, anche attraverso piani per affrontare i rischi derivanti dalla transizione verso un’economia climaticamente neutra.

La considerazione dei fattori ESG rispetto al primo e secondo pilastro, sebbene appaia pervasiva, è sempre mediata dall’intervento dell’ABE, che, peraltro, contribuisce a rendere più frammentata e conseguentemente meno chiara la disciplina complessiva. La situazione si appresta a mutare apprezzabilmente a partire dal 1° gennaio 2025 con l’applicazione del pacchetto bancario, recepito nel Regolamento CRR III e nella Direttiva CRD VI, che si approfondirà *infra*.

Per quanto riguarda la *governance* bancaria, occorre fare riferimento alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 della Banca d’Italia, recante Disposizioni di Vigilanza per le banche, s.m.i., ove è definito il principio della “sana e prudente gestione”, quale obiettivo essenziale della regolamentazione e dei controlli di vigilanza (Parte Prima IV.1.1.), che invita l’organo amministrativo alla “prudenza”

²⁵ Sulla base del mandato dell’art. 98, par. 8° della CRD V, l’EBA ha adottato diverse raccomandazioni e linee guida, tra cui: EBA, *Guidelines on Loan Origination and Monitoring*, EBA/GL/2020/06, 29/05/2020; EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18, June 2021; EBA, *Discussion Paper on the role of environmental risks in the prudential framework*, EBA/DP/2022/02, 2 May 2022; EBA, *Report on incorporating ESG risks in the supervision of investment firms*, EBA/REP/2022/26, 24 October 2022, Report complementing EBA/REP/2021/18. Vedi anche: Banca d’Italia, P. ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d’insieme e una prima valutazione*, cit., secondo cui «alle autorità di vigilanza è attribuito un potere ad hoc per richiedere alle banche di rivedere i piani o di ridurre i rischi di un eventuale disallineamento» rispetto agli obiettivi climatici dell’Unione Europea.

²⁶ EBA, *Consultation paper on Draft Guidelines on the management of ESG risks*, EBA/CP/2024/02, 18 January 2024.

nell'assunzione dei rischi (specialmente di capitale e di liquidità) relativi all'attività bancaria²⁷.

Nella definizione delle strategie aziendali, l'organo con funzione di supervisione strategica²⁸ deve tenere in considerazione «*gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali*» (Circolare 285/2013, Parte Prima.IV.1.10.)²⁹. A sua volta, si ritiene che il consiglio di gestione debba tenere in debita considerazione i profili della sostenibilità nell'ambito delle proprie

²⁷ Sulla *governance* bancaria finalizzata a garantire le esigenze di stabilità patrimoniale e prudente gestione dell'ente creditizio, specie quale reazione alla crisi finanziaria manifestatasi nel 2007/2008, v. tra i tanti: F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino-Milano, 2019, 146 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, in *Nuova giur. comm.*, 2017, 1550 ss.; F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131; F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, L. DE ANGELIS, G. MARTINA, A. URBANI (a cura di), Padova, 2016, 92; V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca imp. soc.*, 2015, 19 ss.; F. VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banc. imp. soc.*, 2014, 304 ss.; P. G. MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 414 ss.; M. BROGI, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in *Banca imp. soc.*, 2010, 300 ss.

²⁸ Questo organo si occupa, tra il resto, del mantenimento di un livello di liquidità coerente con la soglia di tolleranza all'esposizione al rischio, della definizione degli indirizzi strategici, delle politiche di governo e dei processi di gestione dei rischi e definisce la soglia di tolleranza al rischio di liquidità, intesa quale massima esposizione al rischio consentita.

²⁹ Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit., 5; Aspettativa 1: «*L'organo di amministrazione degli intermediari svolge un ruolo attivo di indirizzo e governo nell'integrare i rischi climatici e ambientali nella cultura e nella strategia aziendale nonché nel risk appetite framework aziendale (ove previsto) e nei limiti di rischio dei portafogli gestiti, declinando in modo coerente le principali policy aziendali e l'adattamento dei sistemi organizzativi e gestionali. In tale ottica l'organo di amministrazione approva un appropriato piano di iniziative*».

attività, così come l'organo di controllo delle banche deve verificarne il rispetto³⁰.

Inoltre, i meccanismi di remunerazione e di incentivazione dei consiglieri e del *management* della banca «sono definiti in coerenza con gli obiettivi e i valori aziendali, ivi inclusi gli obiettivi di finanza sostenibile che tengono conto, tra l'altro, dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), e con le strategie di lungo periodo e le politiche di prudente gestione del rischio della banca» (Circolare 285/2013, Parte Prima.IV.2.6.)³¹.

In aggiunta alla politica di remunerazione, la normativa di settore si occupa del profilo della competenza degli esponenti aziendali delle banche, la quale riguarda non solo la necessaria conoscenza dei mercati, dei rischi e della relativa regolamentazione, ma anche delle tematiche ESG che, in quanto trasversali, riguardano ed interessano tanto i membri esecutivi, quanto quelli non esecutivi del *board*³². Infatti, l'organo con funzione di supervisione strategica e il consiglio di gestione devono collaborare, avendone le adeguate competenze, nel far fronte ai rischi di sostenibilità, delineando ed attuando i processi di gestione.

La Banca Centrale Europea, nella *Guida alla verifica dei requisiti di idoneità* del dicembre 2021 ha specificato altresì che «i rischi climatici e ambientali sono ampiamente riconosciuti come fonte di rischi finanziari significativi. Conoscenze adeguate al riguardo sono pertanto un requisito essenziale per accertare il grado sufficiente di idoneità

³⁰ F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?*, cit., 336.

³¹ Similmente, nel Codice di *Corporate Governance*, gennaio 2020, che si applica alle società bancarie con azioni quotate, si legge all'art. 5, principio XV che «La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società»; e per i gestori e vertici aziendali la politica di remunerazione deve legare le componenti variabili a obiettivi di performance finalizzati a promuovere il successo sostenibile della società (art. 5, racc. 27, lett. c).

³² Cfr. Decreto MEF n. 169 del 23 novembre 2020; Banca d'Italia, *Disposizioni di vigilanza in materia di procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, 5 maggio 2021. Sul punto: F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 323; ID., *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?*, cit., 338.

complessiva di un organo di amministrazione... In questo ambito specifico è necessario che i componenti dell'organo di amministrazione siano dotati collettivamente di conoscenze, competenze ed esperienza adeguate al fine di conseguire una gestione solida ed efficace dei rischi ai quali l'ente è o può essere esposto. Un'adeguata comprensione dei rischi climatici e ambientali da parte dell'organo di amministrazione con funzione di supervisione strategica è necessaria ad assicurare un'efficace azione di sorveglianza»³³.

Un ultimo accenno – in quanto non è possibile occuparsene in questa sede – merita la vasta disciplina a tema sostenibilità che si applica all'attività finanziaria delle banche, nonché delle assicurazioni e delle imprese di investimento in senso lato, in relazione all'offerta di prodotti e servizi finanziari³⁴. Sono numerosi, infatti, gli atti di matrice europea

³³ BCE, *Guida alla verifica dei requisiti di idoneità*, dicembre 2021, 46: «L'organo di amministrazione di un ente creditizio si trova nelle condizioni migliori per assicurare che si tenga conto dei rischi climatici e ambientali nell'elaborazione della strategia aziendale complessiva dell'ente, dei suoi obiettivi di business e del sistema di gestione dei rischi e per condurre una supervisione efficace sui rischi climatici e ambientali». Si veda anche: EBA, ESMA, *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave*, ESMA35-36-2319, 2 luglio 2021, n. 63, secondo cui: «Nel valutare le conoscenze, le competenze e l'esperienza di un membro dell'organo di gestione, si dovrebbe tenere conto dell'esperienza teorica e pratica in merito a quanto segue: ...d) gestione del rischio (individuazione, valutazione, monitoraggio, controllo e attenuazione dei principali tipi di rischio di un ente, compresi i rischi ambientali, sociali e di governance e i fattori di rischio)».

³⁴ Sul tema si rinvia, tra i molti, a: V. BEVIVINO, *op. cit.*, 593 ss.; P. COPPOTELLI, *La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 293 ss.; E. MACHIAVELLO, M. SIRI, *Sustainable finance and Fintech: can technology contribute to achieving environmental goals? A preliminary assessment of 'Green FinTech'*, in EBI WP, n. 71/2020. Nella letteratura internazionale: I. CHIU, P. SCHAMMO, *Integrating sustainable finance into the prospectus regulation*, in *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, cit.; C. GORTSOS, *Sustainable finance under EU Law: the gradual shift from capital markets to banking regulation*, in *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, cit.; D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journ.*, 2023, 3, 303; S. SHIRAI, *Green Central Banking and Regulation to foster Sustainable Finance*, ADBI WP Series, n. 1361, February 2023; D. BUSCH, G. FERRARINI, A. van den Hurk, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, cit., 19.

che mirano ad integrare le “preferenze di sostenibilità” dei clienti nella valutazione di adeguatezza finanziaria di un prodotto o servizio (Regolamento delegato 2021/1253/UE – *MiFID II*), oppure i fattori di sostenibilità tra gli obblighi in materia di *governance* dei prodotti (Direttiva delegata 2021/1269/UE)³⁵. Tale normativa ricorda che l’apprezzabilità dei fattori ESG per le società bancarie non è solo diretta, ma anche indiretta attraverso le imprese finanziate.

All’esito dell’illustrata rassegna di normativa a tema sostenibilità, è possibile concludere che i fattori ESG siano già parte integrante del processo di *risk management* e delle politiche di buon governo delle società bancarie. Si ritiene, quindi, che sia presente – per quanto ancora *in nuce* – un principio di “sana e prudente gestione sostenibile”³⁶, il quale è peraltro in linea con il concetto di “successo sostenibile”, definito dal Codice di *Corporate Governance*, quale «obiettivo che

³⁵ Il Regolamento delegato 2021/1253/UE ha modificato il Regolamento delegato 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 gli obiettivi d’investimento anche alla luce di eventuali preferenze di sostenibilità; il Regolamento delegato 2021/1255/UE integra rischi e fattori di sostenibilità tra i requisiti organizzativi dei gestori di fondi di investimento alternativi; il Regolamento delegato 2021/1256/UE integra i rischi di sostenibilità nel governo delle imprese di assicurazione e riassicurazione; il Regolamento delegato 2021/1257/UE, che ha modificato il Regolamento delegato 2017/235/UE, integra fattori di sostenibilità, rischi di sostenibilità e preferenze di sostenibilità del cliente nei requisiti in materia di controllo e governo del prodotto per le imprese assicurative e i distributori di prodotti assicurativi. Sul tema: M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 561; EAD, *Tassonomia finanziaria e normativa di prodotti e strumenti di finanza sostenibile e governo societario*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 470 ss.; V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, in *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, cit.

³⁶ R. LENER, P. LUCANTONI, *op. cit.*, 21; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 593; M. SEPE, *op. cit.*, 69; F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere sostenibili. Noti brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, cit., 200, e più chiaramente in ID, *Sostenibilità non finanziaria, “sana e prudente gestione” e governo societario delle banche. “Arlecchino” nel C.d.a.?*, cit., 334 ss., ove specifica che a suo avviso la “sana e prudente gestione” sia un concetto permeabile, idoneo a ricomprendere anche il perseguimento e la realizzazione dei fattori ESG.

guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società» (art. 1, Principio IV)³⁷ e che si applica alle società bancarie con azioni quotate.

³⁷ Il Codice di *Corporate Governance*, gennaio 2020, prevede altresì che il Consiglio di Amministrazione «*esamina e approva il piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo, anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine*» (Art. 1, Racc. 1, lett. a)); «*definisce la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società*» (Art. 1, Racc. 1, lett. c)); raccorda le attività di formazione dei consiglieri con quanto è necessario conoscere nell'ottica della sostenibilità (Art. 3, Racc. 12, lett. d)). Come già visto, inoltre, la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società (Art. 5, principio XV) e in tema di controllo interno e gestione dei rischi, il Codice prevede che il relativo sistema «*è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società*» (Art. 6, Principio XVIII) e che il comitato controllo e rischi «*esamina il contenuto dell'informazione periodica a carattere non finanziario rilevante ai fini del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi*» (Art. 6, Principio XXXV, lett. c)). Sul tema, vedi: M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, 1; E. GINEVRA, *Il Codice di Corporate Governance: Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. soc.*, 2023, 1017; G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, in *Riv. soc.*, 2023, 330 ss.; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 149 ss.; M. SIRI, *La sostenibilità nei codici di autodisciplina*, in *Governance e mercati, Studi in Onore di Montalenti*, M. CALLEGARI, S. A. CERRATO, E. R. DESANA (a cura di), Torino, 2022, I, 326 ss.; M. SIRI, S. ZHU, *Integrating sustainability in EU Corporate Governance Codes*, in *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, cit., 175; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 1, 30 ss.; M. STELLA RICHTER, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, in questa *Rivista*, 2021, 1 ss.; D. STANZIONE, *Il «successo sostenibile» dell'impresa socialmente responsabile*, Roma, 2021; F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 235; P. G. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; G. ALPA, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate*, in *Contr. Impr.*, 2020, 570; P. VENTORUZZO, *Il*

Al contempo, tuttavia, le norme a tema sostenibilità nel settore bancario sono frammentate, dislocate fra atti vincolanti e disposizioni di *soft law* provenienti da molteplici soggetti, per cui non è agevole ricostruire il contesto regolamentare³⁸, con evidenti difficoltà per l'organo amministrativo nell'orientare le proprie scelte gestorie³⁹.

2.1. *Segue: i fattori ESG nel pacchetto bancario CRR III e CRD VI*

Nel quadro regolamentare di Basilea III, avviato per superare le inefficienze del sistema bancario emerse durante la crisi⁴⁰, ma anche per rendere la normativa al passo coi tempi rispetto all'innovazione finanziaria, all'evoluzione tecnica (specie nelle metodologie di gestione del rischio) e alle crescenti esigenze di sostenibilità, il legislatore europeo ha programmato una serie di riforme, il cosiddetto “pacchetto bancario”, recepite nella Direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD VI⁴¹)

nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità, in *Società*, 2020, 939.

³⁸ F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 319; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari (Panorama europeo)*, in *Riv. soc.*, 2021, 195 ss.; G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100.

³⁹ F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, “sana e prudente gestione” e governo societario delle banche. “Arlecchino” nel C.d.a.?*, cit., 340, si riferisce ad un «possibile allargamento delle ipotesi di responsabilità gestoria legate a fattori ESG ad oggi non chiaramente definite».

⁴⁰ Gli accordi di Basilea III principiarono nel 2010, in conseguenza della crisi economico-finanziaria del 2008 e delle carenze evidenziate dal sistema bancario, e sono stati conclusi soltanto nel 2017. Tuttavia, all'epoca dello scoppio della crisi le regole di Basilea II avevano appena iniziato ad operare, pertanto non possono essere considerate come le uniche responsabili delle difficoltà incontrate dal sistema bancario. In ogni caso, la crisi segnalò la necessità di affinare le soluzioni già previste e di affiancarvi ulteriori regole a garanzia di una maggiore solidità delle istituzioni creditizie. V.: F. ACCETTELLA, *op. cit.*, 475 ss.

⁴¹ Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE (COM(2021)0663 – C9-0395/2021 – 2021/0341(COD)).

e nel Regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR III⁴²), la cui applicazione è prevista a partire dal 1° gennaio 2025.

Tali atti legislativi sono stati approvati, secondo il testo concordato con il Consiglio il 6 dicembre 2023, nella seduta plenaria del Parlamento europeo del 24 aprile 2024, ovvero la medesima che ha approvato la CSDDD, e si prefiggono far avanzare notevolmente sull'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance nella gestione del rischio delle banche europee.

In precedenza, come visto, il Regolamento CRR II, art. 501-*quater*, e la Direttiva CRD V, art. 98, par. 8, si limitavano a conferire mandato all'ABE affinché valutasse se fosse giustificato un trattamento prudenziale delle attività connesse ai fattori ESG, o se i relativi rischi potessero essere inclusi nell'esame e nella valutazione da parte delle autorità competenti (mandato che, in effetti, è stato ampiamente utilizzato dall'Autorità). Il nuovo pacchetto bancario, al contrario, inserisce la tematica dei fattori ESG, in modo trasversale e pervasivo, direttamente nel quadro normativo di fonte primaria.

Anzitutto dalla lettura dei Considerando, emerge l'obiettivo generale dell'Unione di utilizzare le imprese finanziarie regolamentate come intermediari al fine di raggiungere la neutralità climatica e il reindirizzamento dei capitali verso un'economia sostenibile.

La definizione di rischi ESG, fornita dal Regolamento CRR III, quale «*rischio di effetti finanziari negativi per un ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali, sociali o di governance sulle controparti o le attività investite di tale ente*», conferma l'idea tradizionale secondo cui gli stessi «*si concretizzano nelle categorie tradizionali dei rischi finanziari*» (art. 52-*quinquies*), agevolandone la considerazione nelle attività bancarie⁴³.

⁴² Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor (COM(2021)0664 – C9-0397/2021 – 2021/0342(COD)).

⁴³ Viene poi fornita una definizione puntuale dei vari rischi ambientali, sociali e di *governance*, oltre che del “rischio fisico” nell'ambito del rischio ambientale, quale «*rischio di effetti finanziari negativi per un ente dovuti all'impatto, presente o futuro, degli effetti fisici dei fattori ambientali sulle controparti o sulle attività investite di tale ente*» (art. 52-*septies*) e del “rischio di transizione”, sempre nell'ambito del rischio ambientale, come «*il rischio di effetti finanziari negativi per un ente dovuti*

Venendo all'analisi dei punti chiave della nuova normativa e principiando dalle regole afferenti al primo pilastro, si prevede che i rischi ESG siano – per la prima volta in modo esplicito – integrati nel processo di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno (*Internal Capital Adequacy Assessment Process* – ICAAP)⁴⁴.

Inoltre, la Direttiva CRD VI si concentra sull'integrazione del rischio ESG nelle politiche e pratiche di gestione del rischio, nonché nell'organizzazione aziendale e nelle strategie di business, sottolineando gli specifici orizzonti temporali di breve, medio e lungo periodo. In particolare, gli Stati membri assicurano che l'organo di gestione approvi – e almeno ogni due anni riesamini – le strategie e le politiche riguardanti l'assunzione, la gestione, il monitoraggio e l'attenuazione dei rischi ai quali l'ente è o potrebbe essere esposto, compresi quelli derivanti dagli impatti attuali e a breve, medio e lungo termine dei fattori ambientali, sociali e di governance (art. 76, par.1 CRD VI)⁴⁵.

all'impatto, presente o futuro, della transizione verso un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale sulle controparti o le attività investite di tale ente» (art. 52-octies).

⁴⁴ L'ICAAP svolge un ruolo centrale nella gestione del rischio delle banche. Si tratta della valutazione da parte della banca stessa del proprio fabbisogno di capitale. L'ICAAP serve a colmare i deficit derivanti dalla regolamentazione quantitativa dei fondi propri, garantendo che le banche possano coprire tutti i rischi rilevanti in ogni momento, con un potenziale di copertura dei rischi sufficientemente ampio e di alta qualità. Sebbene in precedenza i rischi ESG non fossero esplicitamente inclusi nelle linee guida della BCE e dell'EBA sull'ICAAP, la Banca Centrale Europea aveva già chiarito nelle proprie aspettative che le banche avrebbero dovuto considerare anche i rischi ESG nella loro allocazione interna del capitale. La Direttiva CRD VI richiederà alle banche di tenere esplicitamente conto del breve, medio e lungo termine per la copertura dei rischi ESG nelle loro strategie e processi per valutare e mantenere su base continuativa gli importi, le tipologie e la distribuzione del capitale interno. L'allocazione del capitale interno delle banche per far fronte ai rischi ESG è, quindi, considerata fondamentale per rafforzare la resilienza agli impatti negativi di tali rischi.

⁴⁵ L'art. 76, par. 2 CRD VI prevede che «*Gli Stati membri assicurano che l'organo di gestione elabori, monitorandone poi l'attuazione, piani specifici che includano obiettivi quantificabili e processi per il monitoraggio e la gestione dei rischi finanziari derivanti, nel breve, medio e lungo termine, dai fattori ambientali, sociali e di governance, ivi compresi quelli derivanti dal processo di aggiustamento e dalle tendenze di transizione nel contesto dei pertinenti obiettivi normativi ... in particolare l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica, nonché, ove pertinente per gli enti*

Il nuovo articolo 87-bis CRD VI, rubricato “*Rischi ambientali, sociali e di governance*”, prevede, tra il resto, che gli enti dispongano, nell’ambito dei loro dispositivi di *governance*, ivi compreso il quadro di gestione dei rischi, di strategie, politiche, processi e sistemi solidi per l’identificazione, la misurazione, la gestione e la sorveglianza dei rischi ESG a breve, medio e lungo termine⁴⁶.

Tra le considerazioni di primo pilastro merita una menzione la *systemic risk buffer* o riserva di capitale a fronte del rischio sistemico⁴⁷, la quale viene posta dalla Direttiva CRD VI, art. 133, in particolare connessione con il cambiamento climatico. Questa disposizione, unitamente al Considerando 43, chiarisce che qualora le autorità di vigilanza ritengano che i rischi connessi ai cambiamenti climatici possano avere gravi conseguenze negative per il sistema finanziario e l’economia reale degli Stati membri, questi dovrebbero introdurre un coefficiente della riserva di capitale a fronte del rischio sistemico che possa essere applicato alle esposizioni soggette a rischi fisici e a rischi di transizione legati ai cambiamenti climatici. Il cambiamento climatico viene, quindi, espressamente individuato come un potenziale rischio sistemico, denotando lo stato più avanzato della regolamentazione di questo settore rispetto agli altri rischi ESG in senso lato.

Rispetto alle valutazioni di secondo pilastro, le modifiche alla Direttiva CRD VI metteranno in risalto la particolare enfasi che le autorità di vigilanza dovranno porre sulle esposizioni delle banche ai

attivi a livello internazionale, nel contesto degli obiettivi giuridici e normativi dei paesi terzi».

⁴⁶ Ai sensi dell’art. 87-bis, par. 2 e 3 CRD VI, le strategie, le politiche, i processi e i sistemi sono proporzionati all’ampiezza, alla natura e alla complessità dei rischi ESG del modello imprenditoriale e alla portata delle attività dell’ente e coprono il breve e medio termine, come anche un orizzonte a lungo termine di almeno 10 anni. Le banche dovranno mettere alla prova la propria resilienza agli impatti negativi a lungo termine di fattori ESG, sia in scenari di base che in scenari avversi lungo un determinato arco di tempo, a partire dai fattori climatici. Nel processo di prova della resilienza, le banche dovranno utilizzare scenari credibili, basati su quelli elaborati dalle organizzazioni internazionali.

⁴⁷ Si tratta di una maggiorazione di capitale che un’autorità di vigilanza può applicare alle banche sotto la propria supervisione per tenere conto dei rischi sistemici. Le riserve di rischio sistemico sono già state evidenziate dall’EBA come strumento particolarmente utile e flessibile per tenere conto dei rischi ESG (EBA, *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*, EBA/REP/2023/34, October 2023).

rischi ESG. La natura a lungo termine e la complessità della transizione verso un'economia sostenibile, climaticamente neutra e circolare comporteranno, ad esempio, cambiamenti significativi nei modelli di business delle banche, che dovranno essere valutati adeguatamente nello SREP.

In questo contesto, l'art. 104 CRD VI consentirà alle autorità di vigilanza di richiedere alle banche di ridurre i rischi derivanti a breve, medio e lungo termine da fattori ESG (compresi quelli derivanti dal processo di aggiustamento e dalle tendenze di transizione nel contesto dei pertinenti obiettivi giuridici e normativi dell'Unione, degli Stati membri o di paesi terzi), attraverso adeguamenti delle strategie imprenditoriali, dei meccanismi di *governance* e dei processi di gestione del rischio, nonché rafforzando i piani, gli obiettivi, le misure e le azioni incluse nella loro transizione.

Da ultimo, per quanto riguarda la *governance*, la Direttiva CRD VI richiede che l'organo di gestione possieda collettivamente le conoscenze, le competenze e le esperienze adeguate ad essere in grado di comprendere adeguatamente i fattori ESG rilevanti per la singola banca e il suo portafoglio nel breve, medio e lungo termine (art. 91 CRD VI)⁴⁸. Inoltre, le società saranno tenute a dedicare adeguate risorse umane e finanziarie alla formazione dei membri dell'organo di gestione sui fattori ESG, sia in termini di valutazione dei rischi, sia in termini di valutazione degli impatti.

Le banche dovranno specificamente garantire che le proprie politiche e prassi di remunerazione riflettano e promuovano una sana ed efficace gestione del rischio, anche tenendo conto della propensione al rischio degli enti in termini di rischi ESG [art. 74, par. 1, lett. e) CRD VI]. Per sostenere la realizzazione di politiche e prassi di remunerazione sane, il comitato dei rischi dovrà esaminare, fatti salvi i compiti del comitato per le remunerazioni, se gli incentivi forniti dal sistema di remunerazione tengano conto dei rischi, compresi quelli derivanti dall'impatto dei fattori ESG, del capitale, della liquidità, nonché della probabilità e della tempistica degli utili (art. 76, par. 4 CRD VI).

⁴⁸ I. PALM-STEYERBERG, *Sustainability and fit and proper testing in the boards of banks, insurers and investment companies*, in *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, cit.

3. *Il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità per le imprese finanziarie regolamentate*

Nel descritto contesto, sta per inserirsi la nuova Direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence* che, nonostante abbia completato l'iter legislativo con un ambito applicativo significativamente ridotto, si rivolgerà alle società di grandi dimensioni, tra cui ai maggiori enti creditizi.

Di seguito, quindi, si intende ripercorrere i principali obblighi afferenti al dovere di diligenza ai fini della sostenibilità derivanti dalla CSDDD, con uno sguardo attento alla posizione delle imprese finanziarie regolamentate⁴⁹, dando risalto alle novità del testo finale⁵⁰ rispetto alle versioni precedenti e a quella che si potrebbe definire “originaria” del febbraio 2022⁵¹.

⁴⁹ Le imprese finanziarie regolamentate, comprendono gli enti creditizi, le imprese di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi, le imprese di assicurazione, enti e istituti pensionistici, fondi di investimento alternativi, e altri enti, come meglio definiti dall'art. 3, par. 1, lett. a-iii).

⁵⁰ Per un primo commento al testo approvato della CSDDD: M. CALLEGARI, *Sostenibilità, supply chain e intelligenza artificiale*, in *Giur. it.*, 2024, 1211 ss.; inoltre, sia consentito il rinvio a: S. ADDAMO, *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, in corso di pubblicazione.

⁵¹ In commento al testo “originario” v.: A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 61 ss., 184 ss.; S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su “Corporate Sustainability Due Diligence”. Nasce la stakeholder company?*, in *Rivista di diritti comparati*, 2022, 3, 303; C. G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla insostenibile leggerezza dello scopo sociale alla obbligatoria sostenibilità della due diligence)*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 391; M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 4, 2022, 714; G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 185; L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 309; U. TOMBARI, *Riflessioni sullo «statuto organizzativo» dell'«impresa sostenibile» tra diritto italiano e diritto europeo*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 140 ss.; G. RACUGNO, D. SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un Green Deal europeo*, in *Riv. soc.*, 2022, 726; R. PENNAZIO, M. CAPELLI, *Dalla Corporate sustainability reporting directive alla Corporate Responsibility Due Diligence: comunicazione di sostenibilità e impatto ambientale*, in *Nuovo dir. soc.*,

In primo luogo, la Direttiva si applicherà alle società che abbiano avuto, in media, più di 1000 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale di oltre 450 milioni di euro per due esercizi finanziari consecutivi (art. 2)⁵².

2023, 1161; G. RIOLFO, *Sostenibilità sociale/ambientale dell'attività d'impresa: la proposta di Direttiva sul "dovere di diligenza ai fini della sostenibilità" e l'esperimento delle società benefit*, in *Contr. Impr.*, 2023, 184; R. IBBA, *op. cit.*, 450 ss.; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 572. Nella dottrina in lingua inglese, tra i molti: A. SCHALL, *The CSDDD: Good Law or Bad Law?*, 2024, 21, in *European Company Law*, 56; L. VENTURA, *Corporate Sustainability Due Diligence and the New Boundaries of the Firms in the European Union*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2023, 239; A. LAFARRE, *The Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Corporate Liability Design for Social Harms*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2023, 213; N. KAVADIS, S. THOMSEN, *Sustainable corporate governance: A review of research on long-term corporate ownership and sustainability*, in *Corporate Governance*, 2023, 198; H.-J. DE KLUIVER, *Towards a Framework for Effective Regulatory Supervision of Sustainability Governance in Accordance with the EU CSDD Directive. A Comparative Study*, in *ECFR*, 2023, 203; A. PACCES, *Civil liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: a law & economics analysis*, ECGI Working Paper No 691/2023; T. PANTAZI, *The proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive and its provisions on civil liability and private international law in particular*, in *Perspectives of law in business and finance*, GRMELOVÁ (eds), Adjuris, Bucharest, Paris, Calgary, 2023, 133; G. FERRARINI, *Sustainable Governance and Corporate Due Diligence: The Shifting Balance between Soft and Hard Law*, in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, P. CAMARA, F. MORAIS (eds.), London, 2022, 41; C. PATZ, *The Eu's Draft Corporate Sustainability Due Diligence Directive: A First Assessment*, in *Business and Human Rights Journal*, 2022, 291; K. E. SØRENSEN, *Corporate Sustainability Due Diligence in Groups of Companies*, in *European Company Law*, 2022, 119; P. K. ANDERSEN, N. ARVIDSSON, B. GINTAUTAS *et al.*, *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic company law scholars*, Nordic & European Company Law Working Paper No. 22-01, 2022; C. BRIGHT, L. SMIT, *The new European Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*, BIICL – British Institute of International and Comparative Law., CEDIS, 2022, 35; C. MAK, *Corporate sustainability due diligence: More than ticking the boxes?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2022, 301; V. KNAPP, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward?*, in *ECFR*, 2021, 218; B. SJÅFJELL, *Reforming EU Company Law to Secure the Future of European Business*, in *ECFR*, 2021, 190; F. MÖSLEIN, K. E. SØRENSEN, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward*, in *European Company Law*, 2021, 7.

⁵² Inoltre, la Direttiva si applica alla società capogruppo di un gruppo che abbia raggiunto i suddetti limiti quantitativi a livello consolidato (art. 2, par. 1, lett. b), nonché alle società che hanno stipulato accordi di franchising o di licenza nell'UE con

In caso di un gruppo di società, è sufficiente che le predette soglie quantitative siano raggiunte a livello cumulativo, affinché la società controllante debba adempiere ai doveri della Direttiva anche per conto delle controllate, purché ne sia garantito un rispetto effettivo⁵³.

Inoltre, la Direttiva, fin dalla versione originaria del testo, si applica alle società costituite in Paesi terzi che abbiano generato, individualmente, o in qualità di società controllanti di un gruppo, un fatturato netto di oltre 450 milioni di euro nell'Unione per due esercizi finanziari consecutivi⁵⁴.

Anche dal punto di vista temporale, il testo finale della CSDDD ha operato un notevole affievolimento, posticipando in modo graduato l'applicazione, da tre a cinque anni dopo l'entrata in vigore a seconda del numero di dipendenti e del livello di fatturato della società⁵⁵.

società terze indipendenti, laddove tali accordi garantiscano un'identità comune, un comune business concept e l'applicazione di metodi aziendali uniformi, in cambio di royalties per almeno 22,5 milioni di euro e a condizione che la società abbia realizzato un fatturato netto mondiale superiore a 80 milioni di euro nell'ultimo esercizio finanziario per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale (art. 2, par. 1, lett. c). Infine, la Direttiva si applica alle società costituite in un paese terzo, che rispettino i requisiti di cui all'art. 2, par. 2.

⁵³ La sostenibilità a livello di gruppo è disciplinata dall'art. 6, che impone obblighi di cooperazione a partire dallo scambio di informazioni e il rispetto della politica relativa al dovere di diligenza sviluppata dalla società madre. Se la società capogruppo è una *holding* finanziaria non operativa, può essere esentata dall'adempimento degli obblighi di cui alla Direttiva, che ricadono su una società controllata all'uopo designata. In ogni caso, la società capogruppo rimane responsabile congiuntamente con la filiazione designata per il mancato adempimento, da parte di quest'ultima, degli obblighi della Direttiva (art. 2, par. 3). Sull'applicazione della Direttiva ai gruppi di società, diffusamente: CORGATELLI, *The Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Outstanding Issues*, July 05, 2024, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=> e nella versione italiana, *La direttiva sulla corporate sustainability due diligence: questioni aperte*, in *Banca impr. soc.*, in corso di pubblicazione.

⁵⁴ Nel complesso la Direttiva sarà rivolta solo allo 0,05% delle società europee, ovvero il 70% in meno rispetto alla proposta del febbraio 2022, secondo lo European Coalition for Corporate Justice, GONZALEZ GARCIA, *Reaction CSDDD endorsement brings us 0.05% closer to corporate justice*, 15 March 2024.

⁵⁵ Ai sensi dell'art. 37, la Direttiva si applica dopo tre anni dall'entrata in vigore alle società con più di 5000 dipendenti e con oltre 1.500 milioni di euro di fatturato (anche in caso di società estere), con l'eccezione del dovere di comunicare la dichiarazione annuale sul rispetto degli obblighi derivanti dalla Direttiva, ai sensi dell'art. 16, che dovrà avvenire a partire dal 1° gennaio 2028. L'applicazione è posticipata a 4 anni per le società con più di 3000 dipendenti e un fatturato superiore

Eppure, poiché le società bancarie sono normalmente entità di grandi dimensioni e altrettanto frequentemente sono articolate in gruppi, saranno sicuramente tra le destinatarie della Direttiva già a partire dal 2027.

L'oggetto della Direttiva è, invece, descritto nell'art. 1 come un insieme di norme in materia di obblighi – e conseguenti responsabilità in caso di violazioni – relativi agli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente, siano essi effettivi o potenziali, che incombono sulle società nell'ambito delle loro attività, delle attività delle loro controllate e delle attività svolte dai partners commerciali all'interno delle catene di attività di tali società.

L'espressione “catena di attività”, che ha sostituito la precedente “catena del valore”, è stata oggetto di ampio dibattito sia dottrinale⁵⁶ che politico, in quanto potenzialmente idonea ad allargare in modo incontrollato il dovere di diligenza dalle società destinatarie a tutte quelle con cui intrattengano rapporti commerciali⁵⁷.

Nell'ultimo testo approvato, la *chain of activities* comprende, da definizione dell'art. 3, par.1, lett. g), le attività dei partner commerciali a monte di una società (*upstream*), relative alla produzione di beni o alla fornitura di servizi e le attività dei partner commerciali a valle di una società (*downstream*), relative alla distribuzione, al trasporto e allo stoccaggio del prodotto.

Rispetto al settore bancario, la questione principale ha riguardato l'inclusione della fornitura di prodotti e servizi finanziari ai clienti *downstream* nella catena di attività delle imprese finanziarie regolamentate.

a 900 milioni di euro (anche in caso di società estere), mentre le rimanenti società dovranno sottostare agli obblighi della Direttiva a partire dal quinto anno dall'entrata in vigore.

⁵⁶ F. M. MUCCIARELLI, *Ricomporre il nesso spezzato: giurisdizione e legge applicabile alle imprese multinazionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 358; G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 205; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, *cit.*, 576.

⁵⁷ Nel testo finale della CSDDD è stata eliminata la limitazione ai soli rapporti d'affari consolidati, secondo cui i rapporti con i partner commerciali, a cui si legavano i doveri connessi, erano solo quelli che, per intensità o periodo interessato, erano duraturi o si prevedeva che lo sarebbero stati e che rappresentavano una parte non trascurabile, né meramente accessoria della catena del valore.

Nella versione della CSDDD del febbraio 2022, il Considerando 19 disponeva che la “catena del valore” relativa alla prestazione di servizi di prestito, di credito o altri servizi finanziari da parte delle imprese finanziarie regolamentate, dovesse essere limitata alle attività dei clienti che li ricevono e delle loro filiazioni che svolgono attività collegate al contratto in questione, con esclusione dei clienti costituiti da famiglie e persone fisiche che non agiscono a titolo professionale, o commerciale, oltre che delle piccole e medie imprese. Per di più, non rientravano nell’ambito della Direttiva le attività dei partner commerciali inclusi nella catena del valore di tali clienti. Di conseguenza, la catena del valore *downstream* era limitata ai clienti diretti costituiti da società di grandi dimensioni, senza il coinvolgimento dei partner commerciali di queste ultimi⁵⁸. ovvero se, dell’effetto cascata.

Nonostante le descritte limitazioni, erano state sollevate diverse preoccupazioni da parte degli operatori del settore, per cui, il 30 novembre 2022 era stato presentato un testo di compromesso, che lasciava la decisione se includere o meno la fornitura di servizi *downstream* da parte di imprese finanziarie regolamentate a ciascuno Stato membro, al momento del recepimento della Direttiva.

In particolare, il Considerando 19 prevedeva che se lo Stato membro avesse deciso di includere la fornitura servizi di prestito, di credito o altri servizi finanziari nella catena di attività relativa alle imprese finanziarie regolamentate, avrebbero trovato applicazione le limitazioni relative ai rapporti diretti con esclusione delle persone fisiche e delle PMI.

Tuttavia, l’inclusione, anche eventuale, dei partner commerciali *downstream*, ovvero dei fruitori dei servizi di prestito o investimento, avrebbe comportato un notevole aggravio dei costi per l’adempimento del dovere di diligenza imposto dalla Direttiva, tanto da sfociare in una netta opposizione⁵⁹ che ha portato all’eliminazione integrale delle

⁵⁸ Si escludeva, quindi, anche l’effetto c.d. cascata che, invece, è normalmente presente ad esempio nella richiesta di garanzie contrattuali, come si vedrà meglio di seguito.

⁵⁹ In tal senso anche buona parte della dottrina espressasi sul tema: R. LENER, P. LUCANTONI, *op. cit.*, 17, 21; F. RIGANTI, *L’impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 322. *Contra*: SHIFT, *The EU Commission’s Proposal for a Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, March 2022, <https://shiftproject.org/resource/eu-csdd-proposal/shifts-analysis/>, 11, ritiene che le

attività di fornitura di prodotti e servizi finanziari dalla catena di attività, a partire dal testo approvato dal Consiglio il 15 marzo 2024.

Il nuovo Considerando 26 (che ha sostituito il precedente Considerando 19) stabilisce, infatti, che la definizione di “catena di attività” non dovrebbe includere le attività dei partner commerciali a valle di una società inerenti ai servizi prestati. Per le imprese finanziarie regolamentate, in particolare, tale definizione non dovrebbe comprendere i partner commerciali a valle che ricevono i loro servizi e prodotti. Pertanto, la presente Direttiva si applica solo alla parte a monte (*upstream*), ma non a quella a valle (*downstream*), delle loro catene di attività⁶⁰.

Così delineata la portata applicativa della CSDDD per il settore bancario, occorre soffermarsi brevemente su quali siano gli obblighi di sostenibilità imposti alle società destinatarie. Si tratta essenzialmente di un insieme di regole di condotta o di organizzazione e gestione dell’attività economica, dal carattere procedurale, richiedendosi alle società e ai relativi organi gestori di porre in essere piani e seguire processi per l’individuazione, attenuazione, minimizzazione ed arresto di impatti negativi per l’ambiente e i diritti umani.

L’art. 1, anzitutto, fa riferimento ad un obbligo aggiuntivo e specifico relativo alla lotta ai cambiamenti climatici, a cui viene, quindi conferita autonomia e rilevanza, distinguendolo dalla “procedura di base” della Direttiva. Si tratta del dovere di adottare e attuare un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici al fine di garantire, con il massimo impegno possibile, la compatibilità del modello di *business* e della strategia aziendale con la transizione verso

banche dovrebbero utilizzare la propria leva finanziaria in modo innovativo per affrontare gli impatti negativi più gravi lungo tutta la catena del valore, senza esclusione delle PMI o dei rischi che derivano dalle catene del valore dei clienti; e, come esempio virtuoso, cita il Dutch Banking Sector Agreement.

⁶⁰ Il Considerando 51 prevede che sebbene le imprese finanziarie regolamentate siano soggette agli obblighi relativi al dovere di diligenza solo per la parte a monte delle loro catene di attività, è opportuno che nei processi di *due diligence* siano tenute in considerazione le specificità dei servizi finanziari e le Linee guida dell’OCSE destinate alle imprese multinazionali (2011), che forniscono indicazioni sui tipi di misure che si rivelano adeguate ed efficaci. In particolare, le imprese finanziarie regolamentate dovranno utilizzare il cosiddetto “effetto leva” per influenzare le società appartenenti alla catena di attività e l’esercizio dei diritti degli azionisti può essere un modo per esercitarlo.

un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5° C, in conformità all'Accordo di Parigi⁶¹. Inoltre, il piano dovrebbe allinearsi all'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050, come stabilito nello *European Green Deal* e nel Regolamento (UE) 2021/1119, anche attraverso il raggiungimento degli obiettivi intermedi, come la riduzione del 55% delle emissioni di gas serra già entro il 2030 e la riduzione progressiva dell'esposizione della società ad attività connesse al carbone, al petrolio e al gas. I contenuti del piano sono disciplinati dettagliatamente nell'art. 22, che presenta un testo molto più completo rispetto al passato e che richiede anche una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo rispetto al piano stesso. Si tratta di una novità rispetto al testo del febbraio 2022, ove si imponeva di collegare la fissazione della remunerazione variabile al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. La nuova previsione, dal carattere più generale, consente sia di tenere conto nella politica di remunerazione degli obiettivi di sostenibilità, ma anche di modulare in maniera più ampia e varia il coinvolgimento degli amministratori e il sistema degli incentivi. È, quindi, da preferire rispetto alla formulazione passata anche perché è più semplice da adattare a settori, come quello bancario, ad alto livello di regolamentazione⁶².

Quella qui definita come "procedura di base" della Direttiva, ha inizio con l'integrazione del dovere di diligenza nelle politiche e nei sistemi di gestione dei rischi della società ("*risk management system*")⁶³, in conformità all'art. 7. Gli Stati membri, infatti, devono

⁶¹ In tema: S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, cit., 326; EAD, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell'art. 2086 c.c.*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2020, 47.

⁶² C. G. CORVESE, *op. cit.*, 427, secondo il quale è importante che la CSDDD richieda che la remunerazione variabile degli amministratori sia collegata in generale ai parametri di sostenibilità e non soltanto ai cambiamenti climatici, al fine di creare un incentivo per gli amministratori ad agire a vantaggio di tutte le parti interessate e non solo degli azionisti.

⁶³ D. LENZI, *La regolazione del rischio di danno ambientale per le società di capitali*, in *Impresa e gestione dei rischi. Profili giuridici del risk management*, S. CERRATO (a cura di), Torino, 2019, 233 ss.

provvedere affinché ciascuna società eserciti il dovere di diligenza in materia di diritti umani e di ambiente, basato sul rischio (“*risk-based due diligence*” di cui all’art. 5).

In altri termini, le società debbono anzitutto elaborare ed integrare una politica relativa al dovere di diligenza ai fini della sostenibilità utilizzando lo strumento dell’analisi del rischio⁶⁴.

L’approccio basato sul rischio, che si ritrova anche in altre norme (come l’art. 8 in cui si chiede di tenere conto dei fattori di rischio pertinenti), è una delle più rilevanti novità del testo finale della CSDDD e ricorda una procedimentalizzazione tipica del settore bancario.

Ciò pone le società bancarie in una posizione di vantaggio rispetto ad altre realtà imprenditoriali, in considerazione dell’esperienza maturata nei processi di gestione e controllo. Il rischio, infatti, è un elemento caratterizzante dell’impresa bancaria, ne orienta le dinamiche di *corporate governance* e la struttura degli organi di supervisione strategica e di controllo interno⁶⁵. Inoltre, come visto, le banche sono già tenute ad integrare i rischi derivanti dai fattori ESG nelle valutazioni in merito ai rischi di capitale e di liquidità. Di conseguenza, da questo punto di vista, i nuovi obblighi di sostenibilità dovrebbero integrarsi armonicamente nel complesso di regole che vincola l’agire dell’organo amministrativo. Quest’ultimo, nello svolgimento dei propri compiti e,

⁶⁴ La politica di *due diligence* basata sul rischio, poi, dovrà essere sviluppata, ai sensi dell’art. 7, par. 2a), previa consultazione dei lavoratori e dei rappresentanti degli stessi, mediante: la descrizione dell’approccio della società al dovere di diligenza, anche a lungo termine; la realizzazione di un codice di condotta che illustri le norme e i principi cui devono attenersi la società, le società controllate e i partner commerciali diretti o indiretti; la descrizione delle procedure predisposte per l’integrazione e l’esercizio del dovere di diligenza, comprese le misure adottate per verificare il rispetto del codice di condotta ed estenderne l’applicazione alle controparti contrattuali. A differenza della formulazione originaria, poi, la politica di *due diligence* deve essere aggiornata tempestivamente a seguito di modifiche rilevanti delle condizioni di fatto e, in ogni caso, deve essere riesaminata ogni 24 mesi (e non più ogni 12).

⁶⁵ M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio dei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, 11 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell’organo di supervisione strategica e dell’organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, cit., 19 ss.; G. SCIASCIA, *La regolazione giuridica del rischio sistemico*, Milano, 2021, 25 ss.; F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere sostenibili. Noti brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, cit., 199.

quindi, della conduzione dell'attività economica al fine della produzione dell'utile, deve rispettare stringenti procedure che utilizzano gli strumenti di analisi del rischio anche al fine di identificare, prevenire, mitigare od arrestare gli impatti negativi dell'attività di impresa per l'ambiente e i diritti umani.

Il secondo passaggio della "procedura di base" riguarda il dovere di identificare e valutare gli impatti negativi effettivi e potenziali (art. 8), anche a seguito di segnalazioni da parte di persone fisiche o giuridiche od organizzazioni mediante la procedura di reclamo *ex art.* 14. Tenendo conto dei fattori di rischio rilevanti, le società devono adottare misure adeguate a mappare le proprie attività, quelle delle loro controllate e, se legate alle loro catene di attività, quelle dei partner commerciali, al fine di identificare i settori generali in cui è più probabile che si verifichino e siano più gravi gli impatti negativi per poi svolgere in tali settori delle valutazioni più approfondite⁶⁶. Gli impatti negativi devono poi essere affrontati secondo un ordine di priorità in base alla gravità e alla probabilità che si verifichino⁶⁷.

Una volta identificati, le società devono adottare le misure adeguate al fine di prevenire ed attenuare gli impatti negativi potenziali (art. 10) e/o arrestare o, qualora non sia possibile, minimizzare la portata degli impatti negativi effettivi (art. 11)⁶⁸. Queste norme hanno mantenuto una struttura pressoché inalterata nelle varie versioni della Direttiva e si sovrappongono quasi del tutto, salvo per la diversa tipologia di impatto che mirano a contrastare.

⁶⁶ Si tratta di un dovere già preconizzato dalla Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit., 9, Aspettativa 4, ove si prevede che: «Gli intermediari effettuano una mappatura degli eventi che potrebbero manifestarsi per effetto dei rischi climatici e ambientali (fisici e di transizione) e integrano, di conseguenza, il sistema di gestione dei rischi, identificando i rischi che ne risulterebbero potenzialmente influenzati e le implicazioni di natura prudenziale».

⁶⁷ Sull'opportunità che la sostenibilità climatica ed ambientale debba essere trattata con priorità: M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 590 ss. Si ritiene che tale tesi sia in linea con gli obiettivi UE di neutralità climatica entro il 2050 e con l'azione del legislatore europeo che ha adottato per primo il *Climate Delegated Act*, quale Regolamento delegato (2021/2139/UE) in attuazione del Regolamento Tassonomia.

⁶⁸ La Banca d'Italia aveva già espresso doveri ed obiettivi simili nelle proprie aspettative, specialmente quelle dalla 5 alla 11: Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit., 11 ss.

In breve, le società sono tenute a sviluppare prontamente dei piani d'azione preventivi o correttivi, nonché adottare tutte le “misure adeguate”, ovvero in grado di raggiungere gli obiettivi previsti dalla *due diligence* di sostenibilità, affrontando efficacemente gli impatti negativi in modo commisurato al livello di gravità degli stessi e alla probabilità del loro verificarsi, tenendo conto delle circostanze di ogni caso specifico, comprese la disponibilità delle misure per la società, nonché i fattori di rischio rilevanti⁶⁹.

La società deve verificare se l'impatto negativo possa essere causato solo dalla propria attività, oppure congiuntamente con quella della controllata e di un partner commerciale facente parte della catena di attività, oppure ancora solo da quest'ultimo. Quando vi sia il coinvolgimento del partner nella causazione dell'impatto negativo, la società dovrà chiedere allo stesso garanzie contrattuali⁷⁰ quanto al rispetto del proprio codice di condotta e, se necessario, del piano d'azione di prevenzione o correzione. Inoltre, la società deve chiedere ai partner commerciali diretti di pretendere a loro volta garanzie contrattuali equivalenti dai rispettivi partner, nella misura in cui le loro attività rientrino nella catena di attività della società (“sistema a cascata contrattuale”)⁷¹. Nel caso in cui il partner commerciale sia una PMI,

⁶⁹ Come da definizione delle “misure adeguate” *ex* art. 3, par. 1, lett. o). L'impegno descritto si traduce, nondimeno, in un insieme di “obblighi di mezzi” (Considerando 19), per cui la società non è tenuta a garantire che, in ogni circostanza, l'impatto negativo non si verificherà o sarà arrestato.

⁷⁰ Le garanzie contrattuali sono accompagnate da misure adeguate di verifica della conformità, per le quali la società può richiamarsi a una verifica di terzo indipendente, anche attraverso iniziative di settore o multipartecipative (art. 10, par. 5). La verifica di terzo indipendente, ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. h), è definita come la verifica del fatto che la società o parti della sua catena di attività assolvano gli obblighi in materia di diritti umani e di ambiente derivanti dalla Direttiva, la quale è effettuata da un esperto obiettivo, completamente indipendente dalla società, che sia esente da conflitti di interesse e da pressioni esterne, che possieda esperienza e competenza in materia di diritti umani o di ambiente, a seconda della natura dell'impatto negativo. Inoltre, l'esperto è responsabile della qualità e dell'attendibilità della verifica.

⁷¹ Sul tema: M. CALLEGARI, *op. cit.*, 1214; SALORANTA and HURMERINTA-HAANPÄÄ, *Proactive Contract Theory in the Context of Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Journal of Strategic Contracting and Negotiation*, 2022, 221. Restano attuali le considerazioni critiche di M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, 381,

l'impegno della società sarà aggravato dal fatto di dover fornire un sostegno finanziario mirato e proporzionato, ad esempio mediante finanziamenti diretti, prestiti a tasso agevolato, garanzie di approvvigionamento continuo o assistenza nell'ottenere finanziamenti. Il supporto alle PMI, poi, dovrà essere anche non patrimoniale fornendo o consentendo l'accesso allo sviluppo di capacità, alla formazione o al potenziamento dei sistemi di gestione. In ogni caso, quando le garanzie contrattuali sono ottenute da una PMI o il contratto è concluso con una PMI, sono previste condizioni eque, ragionevoli e non discriminatorie.

Da quanto descritto, si possono quanto meno comprendere le forti opposizioni espresse all'applicazione dei doveri derivanti dalla Direttiva alla fornitura di servizi o prodotti finanziari da parte degli istituti di credito.

La decisione di escludere del tutto le attività lungo la catena *downstream* ha comportato l'eliminazione di alcune regole che, nelle versioni precedenti della Direttiva, disciplinavano specificatamente il coinvolgimento dei clienti delle imprese finanziarie regolamentate.

Il riferimento è anzitutto al già art. 6, par. 3⁷², ai sensi del quale si prevedeva che la società, quando prestava un servizio di credito, o prestito o altro servizio finanziario, avrebbe dovuto procedere all'individuazione degli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente, siano essi effettivi o potenziali, unicamente prima della prestazione del servizio⁷³.

in merito al problema di verificabilità delle informazioni fornite dalle società facenti parte della catena delle attività, specialmente allorquando collocate in paesi terzi.

⁷² Nella versione finale della CSDDD, si tratta dell'art. 8 "*Individuazione e valutazione degli impatti negativi effettivi e potenziali*", ma il comma cui si fa riferimento nel testo non è appunto più presente.

⁷³ C. G. CORVESE, *op. cit.*, 431, che rinvia a P.K. ANDERSEN, J.B. ANDERSSON, *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, Nordic & European Company Law Working Paper Series, 7-17 June 2022, 4. Secondo tali autori limitando la *due diligence* da parte delle società del settore finanziario alla fase precontrattuale dei rapporti e alle attività dei grandi clienti delle società, la CSDDD non avrebbe tenuto conto che tali società stavano già dimostrando la fattibilità e i benefici derivanti dagli sforzi di *due diligence* compiuti verso i rischi di sostenibilità più gravi – in base ai settori nei quali operano i loro clienti –, utilizzando la leva per affrontarli per tutta la durata della relazione.

Sono stati poi modificati i già artt. 7, par. 6 e 8, par. 7⁷⁴ i quali disciplinavano un'eccezione alla cessazione dei rapporti contrattuali con il partner commerciale in collegamento con il quale o nella cui catena di attività sarebbe emerso un impatto negativo grave, la quale rientra tra le “misure adeguate” di ultima istanza che debbono essere adottate dalla società destinatarie⁷⁵. In particolare, la società non sarebbe stata tenuta, quando avesse prestato un servizio di credito o prestito o altro servizio finanziario, a cessare il contratto di credito, o di prestito, o di altro servizio finanziario laddove fosse stato ragionevole prevedere che la cessazione avrebbe arrecato un pregiudizio sostanziale al soggetto cui il servizio è prestato.

Tali disposizioni (artt. 6, par. 3, 7, par. 6 e 8, par. 7), nel testo della Direttiva del 30 novembre 2022, allorquando l'inserimento dei servizi finanziari nella catena di attività era rimesso alla decisione del singolo

⁷⁴ Nella versione approvata della CSDDD, si tratta degli artt. 10 “Prevenzione degli impatti negativi potenziali” e 11 “Arresto degli impatti negativi effettivi”, sempre rispettivamente ai commi 6 e 7, ma con contenuto differente.

⁷⁵ La CSDDD oggi prevede che qualora gli impatti negativi non possano essere prevenuti o attenuati sufficientemente (*ex art. 10, par. 6*), o arrestati o minimizzati (*ex art. 11, par. 7*), la società sia tenuta ad astenersi dall'allacciare un rapporto nuovo o prolungare un rapporto esistente con un partner commerciale con il quale o nella cui catena di attività sia emerso l'impatto negativo. Inoltre, la società può, come ultima opzione, adottare e attuare, senza indebito ritardo, un piano d'azione di prevenzione (o di correzione) rafforzato per far fronte allo specifico impatto negativo, utilizzando o incrementando la propria influenza (effetto leva) attraverso la sospensione temporanea dei rapporti commerciali. Se non vi è alcuna ragionevole aspettativa che questi sforzi abbiano successo, o se l'attuazione del piano d'azione di prevenzione (o di correzione) rafforzato non riesca a prevenire o attenuare (oppure arrestare o minimizzare) l'impatto negativo, la società può cessare il rapporto commerciale in relazione alle attività interessate, qualora l'impatto negativo sia grave. Prima di sospendere temporaneamente o cessare il rapporto commerciale, la società deve valutare se si possa ragionevolmente ritenere che gli effetti negativi di tale azione siano manifestamente più gravi dell'impatto negativo che si prefiggeva di contrastare. In tal caso, la società non sarà tenuta a sospendere o cessare il rapporto d'affari e dovrà riferire all'autorità di controllo competente in merito alle ragioni poste a debita giustificazione di tale decisione. Qualora la società decida di non sospendere temporaneamente o cessare il rapporto commerciale, la società dovrà monitorare l'impatto negativo, rivalutare periodicamente la propria decisione e verificare se siano disponibili ulteriori misure adeguate. Al contrario, in caso di sospensione o risoluzione dei contratti, dovrà adottare le misure per prevenire, mitigare od arrestare gli effetti di tale decisione – che dovrà essere tenuta sotto controllo ed eventualmente rivalutata – e dovrà fornire un preavviso ragionevole al partner commerciale.

Stato Membro, si presentavano in una versione modificata. Infatti, si prevedeva che quando le imprese finanziarie regolamentate avessero erogato i propri servizi di credito, o di prestito non sarebbero state obbligate a sospendere temporaneamente o cessare il rapporto commerciale. Tuttavia, qualora avessero deciso di non sospendere temporaneamente o cessare il contratto, avrebbero dovuto monitorare l'impatto negativo effettivo, perseguendo al contempo sforzi di prevenzione, attenuazione, o per porre fine o ridurre al minimo la portata dell'impatto negativo.

Nondimeno, anche questa soluzione di compromesso non è risultata sufficiente e, stante il concreto rischio che la Direttiva non raggiungesse la maggioranza necessaria per l'approvazione, nel testo finale sono venuti del tutto meno i riferimenti alla prestazione dei servizi finanziari, escludendo le attività *downstream* dalle catene di attività delle imprese finanziarie regolamentate. Eppure, non sembra un approdo definitivo, almeno nell'intento del legislatore europeo. Infatti, il Considerando 98 e l'art. 36 dispongono che la Commissione presenti una relazione accompagnata, se del caso, da una proposta legislativa al Parlamento europeo e al Consiglio – il prima possibile e comunque entro due anni dalla data di entrata in vigore della Direttiva – sulla necessità di stabilire ulteriori obblighi relativi al dovere di diligenza ai fini della sostenibilità adeguati alle imprese finanziarie regolamentate, per quanto riguarda la fornitura di servizi finanziari e le attività di investimento. La relazione dovrà illustrare le opzioni per l'adempimento degli obblighi di *due diligence*, nonché valutare il loro impatto, tenendo conto di altri atti legislativi dell'Unione che si applicano alle imprese finanziarie regolamentate.

4. *La responsabilità civile per violazione degli obblighi di sostenibilità*

La disciplina della responsabilità civile ha subito una notevole evoluzione dal testo del febbraio 2022 a quello approvato nel 2024 della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*.

In primo luogo, già nel novembre 2022, sono state eliminate le norme indirizzate espressamente agli amministratori, ovvero i celebri (ex) art. 25 sul dovere di diligenza (o “sollecitudine” secondo l'inconsueta espressione utilizzata nella versione italiana della

Direttiva)⁷⁶ e già art. 26 sulla responsabilità violazione degli obblighi di sostenibilità⁷⁷.

La responsabilità civile della società, invece, disciplinata dall'art. 29 (già art. 22), ha mantenuto la medesima struttura della fattispecie, richiedendosi congiuntamente che la società non abbia ottemperato, intenzionalmente o per negligenza, agli obblighi di cui agli articoli 10 e 11, quando il diritto, il divieto o l'obbligo elencato nell'allegato alla Direttiva⁷⁸ sia inteso a tutelare la persona fisica o giuridica; e che sia stato causato un danno agli interessi giuridici di quest'ultima, purché tutelati dal diritto nazionale. Ne consegue che non è tutelato un danno derivato e che deve sussistere un nesso di causalità diretto tra danneggiante e danneggiato, come confermato dalla previsione secondo cui una società non possa essere ritenuta responsabile se il danno sia stato causato solo dai suoi partner commerciali nella catena

⁷⁶ Tale norma prevedeva che gli amministratori, pur dovendo adempiere al loro dovere di agire nell'interesse superiore della società, dovessero tenere conto anche delle conseguenze delle decisioni che assumono in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente. V.: G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 204, i quali rilevano che il contenuto dell'art. 25 ricorda quello della *Section 172(1)* del *Companies Act 2006* del Regno Unito, che «*impone agli amministratori di adempiere al proprio mandato secondo le modalità che, in buona fede, considerano le più idonee a promuovere il successo della società, avendo riguardo, tra l'altro, all'orizzonte a lungo termine della società, agli interessi dei lavoratori, dei fornitori, dei clienti, delle comunità, dell'ambiente, nonché alla necessità di mantenere una reputazione di impresa con elevati standard di comportamento*».

⁷⁷ Secondo tale disposizione gli amministratori sarebbero stati responsabili della predisposizione delle azioni di diligenza della società, della relativa vigilanza e, in particolare, della politica del dovere di diligenza, temi sui quali avrebbero dovuto riferire al consiglio di amministrazione. Gli amministratori avrebbero dovuto altresì attuare iniziative di adeguamento della strategia aziendale per tenere conto degli impatti negativi effettivi e potenziali individuati a norma dell'art. 6 (oggi art. 8) e delle misure adottate a norma degli articoli da 7 a 9 (oggi artt. 10, 11 14).

⁷⁸ Nell'allegato della CSDDD sono indicati gli Accordi, Convenzioni e Trattati internazionali che disciplinano i diritti, i divieti e gli obblighi a tutela dell'ambiente e dei diritti umani, i quali diventano – tramite la Direttiva – normativa cogente per le società, che devono rispettarli a pena di responsabilità V.: G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 195; M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. Impr.*, 2023, 65 che parla di un imponente fenomeno di *Drittwirkung* di norme storicamente sorte sul piano del diritto internazionale e quindi originariamente atte a fondare obblighi degli Stati e non dei soggetti privati.

di attività⁷⁹. Tuttavia, quando il danno è stato causato congiuntamente dalla società, dalla controllata e dal suo partner commerciale, diretto o indiretto, gli stessi sono responsabili in solido⁸⁰.

Il principale elemento di discontinuità contenuto nell'art. 29 rispetto alla formulazione del febbraio 2022 consiste nell'aver offerto una soluzione alle critiche di incertezza e differenze applicative che sarebbero inevitabilmente conseguite dall'ampio rimando alle legislazioni dei singoli Stati Membri per l'attuazione della responsabilità civile⁸¹. Il terzo comma dell'art. 29, infatti, al fine di garantire il diritto a un ricorso effettivo ed equivalente in tutti gli Stati, disciplina in modo piuttosto dettagliato alcuni profili procedurali, tra cui la durata dei termini di prescrizione⁸², l'ordine di esibizione delle

⁷⁹ Nel testo originario della proposta di Direttiva si prevedeva, invece, che la società non fosse responsabile dei danni causati da un impatto negativo prodotto dalle attività di un partner indiretto «*a meno che, nello specifico caso, fosse irragionevole attendersi che il concreto intervento, anche per quanto riguarda la verifica della conformità, fosse atto a prevenire, attutire o arrestare l'impatto negativo o minimizzarne l'entità*». Dovrebbe quindi ritenersi superata l'obiezione, mossa rispetto al testo originario da M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, cit., 383, per cui l'estensione della responsabilità per il fatto della controllata o per il fatto del partner nella catena di fornitura comportino una responsabilità sostanzialmente oggettiva nei confronti della società. Critici verso la formulazione originaria erano anche: G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 203.

⁸⁰ Fatte salve le disposizioni del diritto nazionale relative alle condizioni della responsabilità solidale e al diritto di regresso, cfr. art. 29, par. 5, secondo paragrafo.

⁸¹ C. G. CORVESE, *op. cit.*, 397, 418 ss.; S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, cit., 314; M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, cit., 724; M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, cit., 381

⁸² I termini di prescrizione per promuovere l'azione di responsabilità civile per danni dovrebbero essere almeno di cinque anni e, in ogni caso, non inferiori al periodo di prescrizione previsto dal diritto nazionale per la responsabilità civile generale. Le norme nazionali sull'inizio, la durata, la sospensione o l'interruzione dei termini di prescrizione non debbono ostacolare indebitamente l'esercizio delle azioni di risarcimento danni.

prove⁸³, i meccanismi di rappresentanza in giudizio⁸⁴ e le spese processuali (Considerando 82 ss.).

La responsabilità civile di cui all'art. 29, che peraltro dà diritto ad un risarcimento del danno pieno per le persone fisiche o giuridiche colpite, costituisce la prima norma cogente di diritto sostanziale idonea a sanzionare condotte delle società e dei relativi organi amministrativi che impattino negativamente sull'ambiente e i diritti umani⁸⁵.

Eppure, una parte rilevante – per quanto minoritaria – della dottrina ha ricostruito in via interpretativa, già prima dell'adozione della

⁸³ La Direttiva assicura che, qualora il ricorrente presenti una richiesta di risarcimento danni supportata da fatti e prove adeguate a sostenere la plausibilità della propria azione ed indichi che ulteriori elementi di prova rientrano nel controllo della società, i giudici abbiano il potere di ordinare che tali elementi probatori siano divulgati, ovvero esibiti dalla società, conformemente al diritto procedurale nazionale. I giudici nazionali limitano la divulgazione degli elementi di prova richiesti a quanto necessario e proporzionato a supportare la domanda di risarcimento del danno. Nel determinare se un ordine di esibizione o di conservazione delle prove sia proporzionato, i giudici nazionali valutano in che misura l'azione sia fondata su fatti e prove già disponibili. Gli Stati Membri assicurano che i giudici nazionali dispongano del potere di ordinare l'esibizione di prove contenenti informazioni riservate qualora le ritengano rilevanti ai fini dell'azione per il risarcimento del danno, indicando quali misure verranno poste in essere per proteggere tali informazioni riservate.

⁸⁴ I soggetti danneggiati hanno poi diritto ad agire in giudizio a mezzo di un rappresentante, come un sindacato, un'organizzazione non governativa per i diritti umani o l'ambiente o un'altra organizzazione non governativa.

⁸⁵ L'affermazione del testo deve essere letta considerando l'ambito del diritto societario e la presenza di una clausola generale che – appunto per la prima volta – disciplina la responsabilità civile, mentre è noto che sia da tempo florida la c.d. *climate change litigation*, ove non solo lo Stato, ma anche le imprese sono chiamate a rispondere delle violazioni di normative settoriali, come il superamento delle soglie di emissione di gas ad effetto serra, oppure ricostruendo nei singoli ordinamenti una responsabilità di natura extracontrattuale. Per alcuni dati empirici che mostrano l'incremento delle cause nei confronti delle società, si veda lo studio della London School of Economics and Political Science: J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2023 snapshot*, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment and Centre for Climate Change Economics and Policy, June 2023. In dottrina, per tutti: E. GABELLINI, *Accesso alla giustizia in materia ambientale e climatica: le azioni di classe*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2022, 1105; L. ANTONIOLLI, *Climate Change Litigation and the Rule of Law in the European Union*, in *The Rule of Law in the EU*, L. ANTONIOLLI, C. RUZZA, (eds). Springer, 2024, 279; A. KRĘŻEL, *Access to justice and strategic climate litigation in the EU: Curing the incurable?*, in *Eur. Law Journal*, 29, 2023, 265.

CSDDD, la possibilità di esercitare un'azione di responsabilità verso gli amministratori che abbiano trascurato di improntare la gestione ai fattori ESG⁸⁶. Tale tesi è stata basata sulla sempre più ampia legislazione europea e nazionale a tema di informativa di sostenibilità, letta nel contesto dei principi costituzionali di cui agli artt. 2, 9 e 41 Cost. Come noto, con la L. Cost. 11 febbraio 2022, n. 1 è stato modificato l'art. 9 Cost., che attribuisce rango di principio costituzionale primario alla tutela ambientale, e il comma secondo dell'art. 41 Cost., con cui si è precisato che l'iniziativa economica privata non possa svolgersi in modo da recare danno alla salute e all'ambiente, oltre che – come in passato – alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana⁸⁷. Altri autori, senza trarre conclusioni sui profili di responsabilità, si sono limitati a rilevare come il rispetto dei fattori di sostenibilità rientri, già allo stato dell'ordinamento, nei doveri dei componenti dell'organo gestorio di corretta amministrazione, di monitoraggio dei rischi, ovvero nell'ottica della predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati, ai sensi dell'art. 2086 c.c.⁸⁸.

⁸⁶ A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., 142 ss., 176 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, cit., 1012 ss.; EAD, *Cambiamento climatico e organizzazione delle società di capitali a seguito del nuovo testo dell'art. 2086 c.c.*, cit., 47; R. ROLLI, *op. cit.*, 135 ss., 147 ss. Per una completa ricostruzione delle posizioni dottrinali in merito alla vigenza, o meno dei principi ESG nella determinazione dei doveri di corretta gestione dell'impresa (prima dell'entrata in vigore della CSDDD): M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, cit., 80 ss.

⁸⁷ In argomento: M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, cit., 71 ss.; S. A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG. L'impresa «costituzionalmente solidale» (anche alla luce dei «nuovi» artt. 9 e 41, comma 3, Cost)*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 63; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 391; V. CARIELLO, *Per un diritto costituzionale della sostenibilità (oltre la “sostenibilità ambientale”)*, in *Orizzonti*, 2, 2022, 413.

⁸⁸ U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo della società”*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 228 P. M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e “assetti adeguati” dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 993; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 563. Secondo E. RICCIARDIELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, 77, poi, «il canone di sostenibilità permea invece la gestione

Nondimeno, la maggioranza della dottrina è rimasta persuasa del fatto che i criteri ESG non potessero assurgere a norme di condotta vincolanti⁸⁹, potendo tutt'al più costituire una facoltà per gli amministratori il perseguire gli interessi degli *stakeholders* senza sacrificare la finalità lucrativa⁹⁰.

*dell'impresa persino in via anticipata rispetto all'emersione della crisi involgendo processi decisionali ed informativi che devono essere approntati quando l'impresa è in bonis». Similmente, è stato affermato che, già de iure condito, possano discrezionalmente adottarsi soluzioni ispirate a criteri di responsabilità sociale nell'ambito delle procedure concorsuali, ferma restando una ragionevole tutela degli interessi dei creditori: G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 60 ss. In senso critico: G. FAUCEGLIA, *Sostenibilità ambientale e crisi di impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 532, secondo cui la realizzazione delle condotte imposte dalla CSDDD è attuabile nella fase fisiologica dell'impresa, ma altrettanto (e con la medesima "forza espansiva") non potrebbe ritenersi in una fase di crisi, perché il rapporto dialettico attuativo delle condotte qui si arricchisce dell'interesse di stakeholders di prima istanza. In generale, sull'opportunità che il diritto societario disciplini specificamente i doveri e le responsabilità degli amministratori in tema di sostenibilità: G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, cit., 335 ss.; G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU proposed reform of director duties and the missing link to soft law*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2024, 25, 359.*

⁸⁹ C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 213 ss.; G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della costituzione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 18 ss.; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 5 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.; F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, 777 ss.

⁹⁰ M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, cit., 85, secondo il quale «scelte gestorie ispirate a ragioni di responsabilità sociale sono pienamente legittime, anche se hanno carattere sistematico e non occasionale, fino a che non comportino un sacrificio irragionevole dello scopo lucrativo; e ciò senza che sia necessaria una clausola statutaria che le preveda espressamente», ma precisa che «non significa però ancora che sia immediatamente doverosa una gestione sostenibile dell'impresa, come avverrà dopo l'approvazione della direttiva *Due Diligence*»; M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 10 ss., 17; D. STANZIONE, *Governo dell'impresa e comportamenti socialmente responsabili: verso un diritto societario della corporate social responsibility?*, in *Riv. dir. comm.*,

Questa seconda tesi, in quanto maggiormente ancorata al dato positivo, pare più condivisibile e proprio per tale ragione, si ritiene che la Direttiva CSDD realizzi un passaggio decisivo portando la rilevanza dei fattori ESG dal profilo della trasparenza informativa o delle raccomandazioni di *soft law* a quello di norme di condotta cogenti e direttamente sanzionate⁹¹. Soltanto con l'entrata in vigore della Direttiva, infatti, viene consacrata formalmente l'esistenza di un dovere degli amministratori di integrare "proattivamente" obiettivi di sostenibilità socio-ambientale nella gestione, a pena di incorrere in responsabilità.

La mancanza di una normativa cogente a livello europeo non ha tuttavia impedito a diverse organizzazioni rappresentative dell'ambiente o dei diritti umani di intraprendere delle cause avverso le società ritenute responsabili di impatti negativi particolarmente gravi, ad esempio in termini di inquinamento o sfruttamento del lavoro minorile⁹². Ciò in forza anche dei diritti nazionali di vari Stati membri

2022, 101; M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Riv. soc.*, 2021, 53 e in *Governance e mercati*, cit., 2015; ID, *Principi dell'ordinamento giuridico-economico e sviluppo sostenibile in Italia e in Austria*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 100 ss.; M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Orizzonti*, 2013, 19 ss.

⁹¹ Evidenziano la dirimente discontinuità della CSDDD rispetto alla normativa che l'ha preceduta: G. RACUGNO, D. SCANO, *op. cit.*, 737; G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 200; M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, cit., 64, 66; R. IBBA, *op. cit.*, 460 ss., 462; M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 16 ss.

⁹² Una rassegna di diversi casi giurisprudenziali si trova in: S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, cit., 324 ss. V. anche: R. ROLLI, *op. cit.*, 155 ss.; G. ALPA, *Tre casi paradigmatici di responsabilità sociale delle imprese per violazione di diritti fondamentali: Vedanta, Okpabi, Milieudefensie*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2021, 257 ss.; M.V. ZAMMITTI, *L'impresa socialmente irresponsabile: un primo itinerario di giurisprudenza, anche in prospettiva comparata*, in *Società*, 2021, 1018.

che hanno introdotto una disciplina nazionale sulla *due diligence* di sostenibilità, come Francia, Olanda, Germania⁹³ e altri⁹⁴.

Di seguito si analizzano dei casi che hanno coinvolto il settore bancario al fine di trarre alcune conclusioni sull'impatto che l'entrata in vigore della CSDDD potrà avere in concreto sulla responsabilità delle società bancarie, specialmente, in relazione alle attività *downstream* di fornitura di servizi di credito e di investimento.

Nell'aprile del 2021 *ClientEarth*, un'organizzazione ambientalista senza scopo di lucro⁹⁵, ha avviato un giudizio nei confronti della Banca nazionale belga⁹⁶ per non aver rispettato i requisiti di tutela ambientale e dei diritti umani nell'acquisto di obbligazioni di società produttrici di combustibili fossili e altre società ad alta intensità di emissione di gas serra.

⁹³ La Germania ha introdotto nel 2021 la Legge sulla *due diligence* della catena di fornitura (*Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten*, LkSG) ovvero la legge sui doveri di diligenza delle imprese per la prevenzione di violazioni dei diritti umani nelle catene di approvvigionamento, entrata in vigore il 1° gennaio 2023. La legge richiede alle società che hanno la sede principale delle attività in Germania e hanno almeno 3.000 dipendenti (e a partire dal 1° gennaio 2024, 1.000 o più) di rendere pubbliche le loro misure di *due diligence* per prevenire e mitigare i rischi di violazione dei diritti umani e danni ambientali. La legge ha un impatto indiretto anche su sulle società appartenenti alla catena di fornitura delle società destinatarie. La violazione delle norme di condotta comporta l'applicazione di sanzioni pecuniarie. Sul tema: A. C. MITTWOCH, F. L. BREMENKAMP, *The German Supply Chain Act – A Sustainable Regulatory Framework for internationally active Market Players?*, in *Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht*, 2022, Heft 182, 5 ss.; D. WEIHRAUCH, S. CARODENUTO S. LEIPOLD, *From voluntary to mandatory corporate accountability: the politics of the german Supply Chain Due Diligence Act, in Regulation and governance*, 2023, 909 ss.

⁹⁴ H.-J. DE KLUIVER, *op. cit.*, 223 ss.

⁹⁵ Si tratta dell'organizzazione che aveva fatto causa, nel 2019, alla società polacca Enea SA di cui era azionista (*ClientEarth vs. Enea*, 2019, in clientearth.org), chiedendo e, infine, ottenendo l'annullamento di una delibera del consiglio di amministrazione che autorizzava la costruzione di una centrale elettrica a carbone, in quanto assunta in violazione dell'obbligo di agire nel miglior interesse della società, dati i rischi finanziari connessi al cambiamento climatico, in considerazione dell'aumento del prezzo del carbone, della concorrenza da parte di fonti rinnovabili e dell'impatto negativo delle riforme europee. V.: S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, cit., 328 ss.

⁹⁶ *ClientEarth vs Belgian National Bank*, 2021, in climatecasechart.com.

La Banca nazionale belga ha partecipato al programma *Corporate Sector Purchase Program* (CSPP) sviluppato dalla Banca Centrale Europea nel 2016, in cui sei banche centrali nazionali (di Belgio, Germania, Francia, Spagna, Italia e Finlandia) hanno acquistato obbligazioni emesse da società al fine di migliorare le condizioni di finanziamento per le imprese dell'Eurozona, riducendo i costi del debito. *ClientEarth* ha sostenuto che oltre la metà delle obbligazioni acquistate nell'ambito del CSPP fossero state emesse da società appartenenti al settore dei combustibili fossili e, in generale, ad alta intensità di gas serra. Pertanto, il programma avrebbe contribuito all'aggravamento della crisi climatica.

Secondo *ClientEarth*, la partecipazione della Banca nazionale belga al CSPP, non tenendo conto degli impatti sul clima e sull'ambiente, aveva violato l'art. 11 del TFEU e l'art. 37 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE (entrambi relativi all'obbligo di integrare la tutela dell'ambiente nelle politiche dell'UE). *ClientEarth* ha chiesto un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per determinare se la decisione di istituire il CSPP fosse legittima, considerato che il programma stesso risultava incoerente con la politica europea sul clima e minava gli obiettivi di riduzione delle emissioni dell'Unione.

Nel dicembre 2021, il Tribunale di primo grado di Bruxelles ha respinto la richiesta di *ClientEarth* per ragioni procedurali e quest'ultima ha impugnato la sentenza nel settembre 2022. Tuttavia, mentre il processo di appello era in corso, *ClientEarth* ha deciso di ritirare il ricorso in quanto la Banca Centrale Europea ha assunto l'obbligo di tenere in considerazione il clima nelle riforme di allentamento quantitativo. Ciò significa che gli acquisti di obbligazioni societarie da parte delle banche centrali nazionali dovranno essere orientati verso gli emittenti con *performance* climatiche migliori, valutati in base alle emissioni, agli obiettivi di riduzione e alla qualità dell'informativa di sostenibilità. La BCE si è, quindi, impegnata a riformare il CSPP, rivedendo la metodologia di assegnazione del punteggio climatico alle società e, in tal modo, ponendo rimedio alle violazioni contestate da *ClientEarth* nei confronti della Banca nazionale belga.

Nel descritto caso, il ricorso verso una banca e la sua attività di investimento *downstream* sembra essere stato più che altro un pretesto

per colpire una politica monetaria pubblica in contrasto con gli obiettivi di sostenibilità. Non è pertanto del tutto indicativo di una tendenza a sollevare profili di responsabilità degli istituti di credito.

Diversa è la controversia sorta nel febbraio del 2023, ove un gruppo di organizzazioni non governative francesi, tra cui *Friends of the Earth* Francia, *Notre Affaire à Tous* e *Oxfam* Francia ha intentato una causa nei confronti della banca BNP Paribas, sede di Parigi, contestando il finanziamento rilasciato a favore di nuovi progetti di imprese attive nel settore del petrolio e del gas⁹⁷.

Ad avviso degli attori, la banca BNP Paribas starebbe violando la legge francese sul dovere di diligenza, ovvero la *Loi sur le devoir de vigilance* n. 399 del 27 marzo 2017, che ha modificato gli articoli L. 225-102-4 e L. 225-102-5 del Codice di Commercio francese e gli articoli 1246-1252 del Codice civile francese, istituendo un obbligo di vigilanza circa gli impatti su diritti umani ed ambiente delle attività della società madre, attraverso le società controllate e le controparti contrattuali qualificate⁹⁸.

⁹⁷ *Friends of the Earth France, Notre Affaire à Tous Les Amis de la Terre, and Oxfam France v. BNP Paribas*, 2023, in climatecasechart.com.

⁹⁸ L'articolo L225-102-4 prevede che le società di grandi dimensioni, con almeno 5.000 dipendenti, considerando anche le filiali dirette e indirette situate in Francia, o con almeno 10.000 dipendenti, comprese le filiali dirette e indirette situate anche fuori dalla Francia, pongano in essere in maniera effettiva un "piano di vigilanza", soggetto a pubblicità, per identificare i rischi e prevenire gli impatti gravi verso i diritti umani e le libertà fondamentali, la salute e la sicurezza delle persone e dell'ambiente con riferimento, non solo all'attività della società medesima e delle sue controllate, ma anche di tutti i fornitori e subfornitori con cui la società intrattenga rapporti commerciali stabili. Inoltre, l'articolo L225-102-5 prevede che il mancato adempimento dell'obbligo suddetto comporti la responsabilità della società madre per il risarcimento dei danni che l'esecuzione dell'obbligo avrebbe impedito, sia in caso di violazioni dirette, che per mancata vigilanza sull'intero gruppo e sull'intera catena di fornitura. Si ricorda poi che in Francia la "*Loi Pacte*" n. 019-486 del 22 maggio 2019 (*Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises*), art. 169, ha novellato l'art. 1833 del Codice Civile, sancendo che le società devono essere gestite nel proprio interesse "*en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*" e l'art. 1835, consentendo alle società di inserire nei propri statuti una "*raison d'être*", ovvero uno scopo fondamentale nel quale poter incorporare obiettivi di interesse generale. Nella dottrina francese, tra i molti: A. PIETRANCOSTA, *Codification in Company Law of General CSR Requirements: Pioneering Recent French Law Reforms and EU Perspectives*, in ECGI Working Paper Series in Law, April 2022; T. BONNEAU, *Le devoir de vigilance des entreprises*

Gli attori hanno descritto nel dettaglio molteplici violazioni della legge in relazione non solo alle modalità di redazione del “piano di vigilanza”, ma anche alla scarsa chiarezza in merito alla rendicontazione delle informazioni su investimenti e prestiti. Inoltre, sono state rilevate carenze nelle misure che la banca metterebbe in atto per rispettare i parametri dell’Accordo di Parigi.

Nel dettaglio, in primo luogo, è stato affermato che il “piano di vigilanza” non sia autosufficiente, ma rimanda ad altri documenti che non prevedono impegni vincolanti. In secondo luogo, il piano non identifica con sufficiente chiarezza i rischi climatici derivanti dalle attività, sia per quanto riguarda i progetti sui combustibili fossili in cui BNP Paribas è direttamente coinvolta, sia per quanto riguarda le società che sostiene attraverso i suoi finanziamenti e investimenti. In terzo luogo, il piano non è trasparente rispetto alla rendicontazione delle informazioni relative alle attività di finanziamento e investimento, poiché è limitato solo ad alcuni settori e non include le emissioni di c.d. Scope 3⁹⁹. In quarto luogo, il piano non contiene informazioni precise ed esaustive sui flussi di finanziamento e investimento alle imprese attive nel settore dei combustibili fossili. Infine, il piano non prevede l’impegno a cessare tutti i finanziamenti e gli investimenti che

en matière de durabilité, in *Revue des sociétés*, 2024, 12 avril 2024, 223; S. FRANÇOIS, *Le devoir de vigilance: quelle responsabilit  civile?*, in *Revue des sociétés*, 2023, 14 octobre 2023, 595; G. LERAY, *Contentieux climatique et devoir de vigilance*, in *Revue des sociétés*, 2023, 14 octobre 2023, 601; L. SAENKO, *La soci  vigilante ou l'exposition ai risque de responsabilit  pénale*, in *JCP  d. E*, 2023, 1245; A. LECOURT, *Nouvelles précisions sur l'action en responsabilit  découlant du manquement à la vigilance climatique*, in *RTD Com.*, 2023, 11 juillet 2023, 369; Q. CHANTELIER, *Devoir de vigilance: de la loi vigilance à une directive européenne?*, in *Dalloz Actualité*, 1 Avril 2021; N. LENOIR, *La loi sur le devoir de vigilance ou les incertitudes de la transformation du droit souple en règles impératives*, in *La Semaine Juridique Entreprises et Affaires*, 25 Juin 2020, 1250; J. PAILLUSSEAU, *La mutation de la notion de soci  et l'intérêt social*, in *Revue des Sociétés*, 2020, 523; A. REYGROBELLET, *Devoir de vigilance ou risqué d'insomnies?*, in *Revue Lamy droit des affaires*, 2017, 1; A. DANIS-FATOME, G. VINEY, *La responsabilit  civile dans la loi relative au devoir de vigilance des sociétés m res et des entreprises donneuses d'ordre*, in *Recueil Dalloz*, 2017, 1610.

⁹⁹ Le emissioni Scope 3 sono tutte quelle connesse all’attivit  della societ  che non rientrano nello Scope 1, relativo alle emissioni della societ  medesima, o Scope 2, sulle emissioni relative alla mobilit  dei dipendenti, alla catena di fornitura, all’utilizzo dei beni prodotti etc.

sostengono l'espansione dei combustibili fossili, in conformità alla legge sul dovere di vigilanza.

Pertanto, gli attori sostengono che BNP Paribas debba interrompere immediatamente qualsiasi finanziamento o investimento a sostegno di nuovi progetti sui combustibili fossili. Per quanto riguarda gli investimenti esistenti, invece, BNP Paribas dovrebbe esercitare i propri diritti di voto e la propria influenza per spingere le società investite a rinunciare a nuovi progetti sui combustibili fossili e ad adottare e attuare pubblicamente misure compatibili con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C. Qualora ciò non fosse possibile, BNP Paribas dovrebbe dismettere le partecipazioni.

Il giudizio è attualmente pendente innanzi alla Corte di Parigi.

In questo caso, viene espressamente contestata l'attività *downstream* della banca, ma sul presupposto della violazione della normativa nazionale sul dovere di vigilanza.

Nel gennaio 2024, *Friends of the Earth Olanda*¹⁰⁰ ha trasmesso una lettera comunicando di voler intentare una causa nei confronti della banca globale ING, con sede ad Amsterdam, a meno che la stessa non riduca della metà le emissioni, comprese quelle derivanti dalle attività di finanziamento, entro il 2030, richiedendo piani di transizione climatica ai grandi clienti e ponendo fine al finanziamento dei clienti facenti parte del settore dei combustibili fossili che continuano ad espandere le attività nel petrolio, gas e carbone senza un piano di eliminazione graduale¹⁰¹.

¹⁰⁰ Si tratta dell'organizzazione ambientalista che aveva partecipato alla *class action* contro la Royal Dutch Shell PLC chiedendo al Tribunale de L'Aja di stabilire che le emissioni annuali di CO² da parte del gruppo Shell e la loro mancata riduzione costituissero atti illeciti nei confronti dei ricorrenti per violazione dell'obbligo di diligenza e dei diritti umani; e di ordinare alla società di ridurre, entro la fine del 2030, le emissioni di CO² del 45%, rispetto ai livelli del 2019. La sentenza, giunta nel 2021, con cui è stata considerata fondata l'azione, costituisce il primo caso in cui un tribunale nazionale abbia ordinato ad una società privata di ridurre le proprie emissioni in linea con l'Accordo di Parigi. In commento v.: S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, cit., 330 ss.; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2021, 377; M.V. ZAMMITI, *op. cit.*, 1018.

¹⁰¹ *ING Faces Climate Lawsuit from Group that Won Case Against Shell*, 22 January 2024, in www.esgtoday.com.

L'attore ha sostenuto che, secondo la legge olandese e alla luce dei principi di diritto europeo, le società hanno l'obbligo di rispettare un "dovere di diligenza" per non creare rischi che possano causare danni evitabili alle persone o alle proprietà, che si applicherebbe anche ai cambiamenti climatici.

Friends of the Earth ha utilizzato un argomento simile nella storica causa contro il colosso energetico Royal Dutch Shell PLC, in cui gli attori sono riusciti ad ottenere un ordine dal Tribunale olandese che imponeva a Shell di ridurre le emissioni del 45% entro il 2030 e a riconosceva la responsabilità della società per le emissioni Scope 3 derivanti dalla catena di approvvigionamento¹⁰².

Infatti, nella lettera *Friends of the Earth* avanza una serie di richieste, tra cui l'invito alla banca ad allineare la propria politica climatica con l'obiettivo dell'Accordo di Parigi di limitare il riscaldamento a 1,5°C e di ridurre le emissioni di CO² di almeno il 48% entro il 2030, rispetto ai valori del 2019. La lettera invita, inoltre, ING a garantire di non essere coinvolta nell'impatto negativo sul clima dei propri grandi clienti: impegnandosi a richiedere loro di pubblicare piani d'azione; revocando i finanziamenti per i clienti che non mettono in atto tale piano entro un anno; chiedendo che i clienti interrompano l'espansione nel settore dei combustibili fossili attraverso piani di eliminazione graduale; ponendo fine ai nuovi finanziamenti ed interrompendo quelli in essere nei confronti dei clienti che continuano l'espansione nel settore dei combustibili fossili.

Il 14 febbraio 2024, ING ha risposto alla lettera¹⁰³, ricordando di essere stata una delle prime grandi banche internazionali ad impegnarsi a raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Inoltre, ha affermato che la sostenibilità costituisce una parte fondamentale della direzione strategica complessiva della banca e che sta attuando un'ampia gamma di iniziative al riguardo. Tuttavia, secondo ING, considerato che l'80% dell'energia mondiale proviene ancora da combustibili fossili, non

¹⁰² Nel caso Shell la Corte ha ritenuto che l'obbligo di riduzione delle emissioni nocive da parte della società derivasse dal cosiddetto "obbligo di diligenza non scritto" stabilito nel libro 6, sezione 162 del codice civile olandese, come specificato dagli artt. 2 ed 8 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, che garantiscono il diritto alla vita, alla sfera privata e familiare, alla casa, alla corrispondenza.

¹⁰³ <https://www.ing.com/Newsroom/News/ING-responds-to-letter-Friends-of-the-Earth.htm>.

sarebbe opportuno operare un disinvestimento completo e repentino dal settore del petrolio e del gas, e tale condotta non sarebbe nemmeno in linea con i percorsi stabiliti dagli scienziati per la transizione a Net Zero entro il 2050, o con ciò che richiede l'Accordo di Parigi. ING afferma, infine, di aver avviato un dialogo con propri i clienti per aiutarli a progredire nelle strategie climatiche e, sulla base dei risultati della conferenza sul clima delle Nazioni Unite del dicembre 2023, ha deciso di accelerare la riduzione del portafoglio di petrolio e gas *upstream* fino all'uscita completa entro il 2040 e di triplicare il finanziamento delle energie rinnovabili entro il 2025.

Friends of the Earth dovrà valutare se tale risposta sia soddisfacente o se sia preferibile avviare un'azione contro ING, considerato che nel precedente Royal Dutch Shell PLC, la mancanza di un dovere di diligenza scritto espressamente nel diritto olandese, ove è presente solo una legge sugli impatti dell'attività di impresa sull'impiego di lavoro minorile¹⁰⁴, non aveva comunque ostacolato l'emissione di un ordine di riduzione delle emissioni. E, sebbene la risposta di ING sia incoraggiante da punto di vista dell'allineamento volontario della banca agli obiettivi dell'Accordo di Parigi, la decisione di *Friends of the Earth* non potrà che dipendere da una valutazione della CSDDD, *medio tempore* entrata in vigore, in termini di incremento o riduzione degli obblighi cogenti di diligenza ai fini della sostenibilità.

5. Considerazioni conclusive sulla CSDDD nel settore bancario

Nel settore bancario vi è un'alta concentrazione di regolamentazione, anche a tema sostenibilità, che si sta progressivamente espandendo. In particolare, la Direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD VI) e il Regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR III) comportano una piena integrazione dei fattori ESG nella gestione del rischio, ma anche nel sistema di *corporate governance* delle banche europee.

¹⁰⁴ In aggiunta, si ricorda che nei Paesi Bassi è stata approvata la legge del 24 ottobre 2019, n. 401, con cui è stato istituito un obbligo di *due diligence* circa gli impatti dell'attività di impresa sull'impiego di lavoro minorile: *Wet Zorgplicht Kinderarbeid*, ovvero la legge di introduzione del dovere di diligenza diretto ad impedire la fornitura di beni e servizi che derivino dal lavoro infantile.

Inoltre, da un'osservazione delle maggiori banche presenti nel nostro territorio (Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco BPM, Bper, Banca MPS) emerge come le stesse già adottino politiche e strategie improntate agli obiettivi di sostenibilità, mediante l'adozione di codici di condotta, piani d'azione e, soprattutto, un governo di impresa diretto da membri specificamente competenti nelle tematiche ESG. Infatti, tutti i menzionati enti creditizi hanno istituito all'interno del consiglio di gestione dei comitati endoconsiliari *ad hoc*, denominati Comitati ESG o Comitati Rischi e Sostenibilità, i quali supportano il Consiglio di Amministrazione nella valutazione e nell'approfondimento delle tematiche legate alla sostenibilità e connesse all'esercizio delle attività della banca, nonché nell'approvazione di linee strategiche e politiche di sostenibilità. Inoltre, il Comitato ESG, in collaborazione con gli altri comitati, tra cui il Comitato Rischi e il Comitato Remunerazioni, presidia le ricadute dei fattori ESG sui meccanismi di gestione del rischio e le politiche di buon governo¹⁰⁵. Le politiche di remunerazione e incentivazione dei principali istituti di credito del nostro Paese già tengono conto degli obiettivi di sostenibilità esterna ed interna a lungo termine.

In tale contesto, la portata innovativa della Direttiva sul “*Dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità*” pare essere limitata, anzitutto in conseguenza dell'ambito soggettivo ridotto alle società di grandissima dimensione e di quello temporale di molto diluito nel tempo. Ma l'aspetto che maggiormente depotenzia la Direttiva consiste nell'integrale esclusione delle catene di attività *downstream* delle imprese finanziarie regolamentate, specie in considerazione del ruolo

¹⁰⁵ Sull'opportunità, ad oggi, di prevedere all'interno del consiglio di gestione delle società bancarie un apposito Comitato ESG: F. RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere sostenibili. Noti brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, cit., 196. Inoltre, la maggior parte delle società aderenti al Codice di *Corporate Governance* ha costituito un comitato endoconsiliare specificamente responsabile per valutare la sostenibilità della politica di gestione e ha inserito Obiettivi ESG nei piani dei compensi degli amministratori. Cfr. Comitato italiano corporate governance, *Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance sulle società quotate. 10° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, 54 ss., 69 ss. Per un approfondimento sul ruolo di questi comitati si veda anche: M. BELCREDI, S. BOZZI, *Rapporto Fin-Gov sulla corporate governance in Italia*, novembre 2022, 46 ss. V. anche sul punto: M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 5, nota 5, 14, nota 21.

strategico di questi soggetti nel sostenere e promuovere la transizione verso un'economia sostenibile¹⁰⁶.

Tale esclusione rischia di causare nel settore bancario un effetto opposto rispetto a ciò che la Direttiva CSDD si prefiggeva di raggiungere, ovvero un indebolimento dei doveri di diligenza ai fini della sostenibilità.

Infatti, negli ordinamenti – come l'Italia – in cui manca una normativa nazionale sulla *due diligence* lungo la catena di fornitura, l'esplicita esclusione del dovere di applicare gli obblighi derivanti dalla Direttiva alle attività di fornitura di servizi finanziari e di investimento, fa sì che sia del tutto impedita la ricostruzione in via interpretativa (sulla base dei principi del diritto europeo e delle Convenzioni internazionali) di una responsabilità per violazione dei diritti umani e dell'ambiente. Quindi, mentre negli altri settori economici l'adempimento degli obblighi sostanziali vincolanti introdotti dalla CSDDD sarà assicurato in virtù delle disposizioni in materia di responsabilità e di supervisione dell'autorità pubblica¹⁰⁷, le azioni intraprese o che le organizzazioni rappresentative dell'ambiente e dei diritti umani intendevano intraprendere nei confronti delle banche finanziatrici di società responsabili di impatti negativi sono destinate a non trovare più accoglimento.

Negli ordinamenti, invece, in cui sia già presente una normativa sui temi della Direttiva (come in Francia o in Germania), o venga introdotta successivamente, fermo il livello di armonizzazione indicato dall'art. 4¹⁰⁸, sarà possibile mantenere o delineare una responsabilità in

¹⁰⁶ Con ciò contravvenendo anche alle Linee guida dell'OCSE sul dovere di diligenza per la condotta d'impresa responsabile del maggio 2018. V. anche: 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, 77 ss.

¹⁰⁷ G. RACUGNO, D. SCANO, *op. cit.*, 733, secondo i quali «*Le dettagliate previsioni della Proposta dovrebbero consentire di superare quella genericità e vaghezza che, fino ad ora, ha impedito, con un generico ricorso alla formula della Corporate Social Responsibility, di identificare i contenuti della responsabilità sociale dell'impresa, i mezzi attraverso i quali perseguirla, gli strumenti di monitoraggio e il relativo apparato sanzionatorio*».

¹⁰⁸ L'art. 4, rubricato "Livello di armonizzazione", recita come segue: «*1. Fatto salvo l'articolo 1, paragrafi 2 e 3, gli Stati membri non introducono nel proprio diritto nazionale disposizioni nel settore disciplinato dalla presente direttiva che stabiliscano obblighi relativi al dovere di diligenza in materia di diritti umani e*

situazioni non contemplate dalla Direttiva o prevedere una responsabilità più rigorosa, ai sensi dell'art. 29, par. 6. Di conseguenza, solo in tali Paesi gli istituti di credito potranno essere ritenuti responsabili anche per le attività *downstream* delle catene di fornitura, con evidenti problemi di coordinamento e di concorrenza nel mercato interno¹⁰⁹, specie per le banche aventi sedi in più Stati membri.

È, tuttavia, possibile, e per certi versi auspicabile, che lo stesso legislatore europeo ritorni sui propri passi mediante l'utilizzo del potere di riesame e proposta della Commissione che, come stabilito dall'art. 36, dovrà specificamente valutare il se e il come di un ampliamento degli obblighi relativi al dovere di diligenza ai fini della sostenibilità alle imprese finanziarie regolamentate, per quanto riguarda la fornitura di servizi finanziari e le attività di investimento.

Rispetto alle attività proprie delle società bancarie e a quelle dei partner commerciali lungo la catena di attività *upstream*, è indubbio che la CSDDD realizzi un avanzamento nel processo di integrazione dei doveri di diligenza ai fini della sostenibilità, così rafforzando il principio di sana e prudente gestione sostenibile. Al riguardo, si devono svolgere alcune considerazioni.

In primo luogo, gli obblighi che la Direttiva impone alle società, i quali assumono la forma di procedure e piani dettagliati per l'individuazione, la prevenzione, la mitigazione e l'arresto degli impatti negativi, ricadono sull'organo amministrativo che, nelle società bancarie, può essere l'organo con funzione di supervisione strategica, oppure il consiglio di gestione. Ferma, come vista, l'opportunità di costituire in seno a quest'ultimo un comitato esecutivo con delega specifica alle attività afferenti ai fattori ESG, composto da soggetti aventi specifiche competenze, si ritiene che le decisioni in termini di strategia del *business*, realizzazione della politica di *due diligence*

ambiente che divergono da quelli stabiliti all'articolo 8, paragrafi 1 e 2, all'articolo 10, paragrafo 1, e all'articolo 11, paragrafo 1. 2. Nonostante il paragrafo 1, la presente direttiva non impedisce agli Stati membri di introdurre nel proprio diritto nazionale disposizioni più rigorose che divergono da quelle stabilite in disposizioni diverse dall'articolo 8, paragrafi 1 e 2, dall'articolo 10, paragrafo 1, e dall'articolo 11, paragrafo 1, o disposizioni più specifiche in termini di obiettivo o di settore interessato, al fine di conseguire un diverso livello di tutela dei diritti umani, occupazionali e sociali, dell'ambiente o del clima».

¹⁰⁹ M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, cit., 66, 70.

basata sul rischio, così come l'adozione di codici di condotta o piani d'azione di prevenzione o correzione debba passare attraverso una valutazione e deliberazione in sede di piena collegialità¹¹⁰.

Pertanto, gli obblighi principali imposti dalla Direttiva ricadranno sull'organo con funzione di supervisione strategica, il quale «*definisce l'assetto complessivo di governo e approva l'assetto organizzativo della banca, ne verifica la corretta attuazione e promuove tempestivamente le misure correttive a fronte di eventuali lacune o inadeguatezze*» (Circ. n. 285/2013, Parte Prima IV.1.III - *Compiti e poteri degli organi sociali*).

In secondo luogo, preme rilevare che l'insieme delle regole di condotta introdotto con la CSDDD, che vincola l'agire delle società – nell'adozione delle politiche e strategie di *business*, o nella scelta dei partner commerciali che incidano il meno possibile in maniera negativa sull'ambiente e i diritti umani – è idoneo ad integrarsi in modo coerente nella, pur sovraffollata, regolamentazione dell'attività bancaria. Quest'ultima, infatti, è improntata ad orientare la discrezionalità degli amministratori al raggiungimento degli obiettivi imprenditoriali in conformità alla “sana e prudente gestione”, con cui viene circoscritto il profilo del rischio, a beneficio degli interessi generali. Gli amministratori, quindi, non sono del tutto liberi nelle modalità di perseguimento dello scopo sociale, ma devono tenere in considerazione il predetto limite esterno¹¹¹.

¹¹⁰ G. B. PORTALE, *op. cit.*, 55; C. FRIGENI, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di supervisione strategica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 491; V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, *cit.*, 19 ss.

¹¹¹ A. SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, *cit.*, 1554 ss. parla di deriva “istituzionalistica” dell'interesse sociale nelle imprese bancarie in considerazione di plurimi indici normativi, come: l'accentuazione dei requisiti di *fit & proper* degli amministratori, con cui si è realizzata una managerializzazione dell'impresa creditizia; il mutato bilanciamento di poteri fra amministratori e soci; il dovere di astenersi dell'amministratore e del socio qualora siano portatori di interessi in conflitto con quello della banca; la potenziale revoca dalla carica gestoria da parte dell'autorità di vigilanza; e così via. In tema v. anche: M. LAMANDINI, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive evolutive*, in *Il governo delle banche*, A. PRINCIPE (a cura di), Milano, 2015, 108; R. LENER, *Le nuove regole in materia di supervisione strategica e di gestione nelle banche*, in *Il governo delle banche*, *cit.*, 113 ss.

Analogamente, la *due diligence* di sostenibilità è idonea a divenire strumento di prevenzione del rischio e di conformazione della *governance* bancaria¹¹², limitando a sua volta l'agire dell'organo amministrativo, senza tuttavia alterare la natura dell'attività svolta.

In altri termini, la Direttiva impone agli amministratori di rispettare regole dal carattere procedurale volte alla prevenzione, mitigazione e arresto degli impatti negativi per l'ambiente e i diritti umani, che si sommano alle regole sulla vigilanza prudenziale e il buon governo delle società bancarie. Entro tali rigidi confini, gli amministratori debbono perseguire l'oggetto sociale e lo scopo lucrativo¹¹³, lasciato invariato dalla Direttiva¹¹⁴.

¹¹² A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 83, si esprime in merito all'idoneità della sostenibilità a contribuire ad intensificare le capacità di interferenza delle autorità di vigilanza sulle scelte strategiche dei soggetti vigilati; F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?*, cit., 330; S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti*, 2021, 121.

¹¹³ Per ulteriori riferimenti dottrinali all'ampiamente dibattuto tema dello scopo sociale si rinvia, senza alcuna pretesa di completezza, a: G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, cit., 317 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, cit., 54 ss.; U. TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. soc.*, 2023, 338 ss.; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Governance e mercati*, cit., 78 e in *Orizzonti*, 2022, 37; C. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 612; C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, cit., 213 ss.

¹¹⁴ Si è sostenuta questa tesi, con più approfondite argomentazioni, in S. ADDAMO, *Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità dell'UE?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, in corso di pubblicazione, a cui sia consentito il rinvio. Del medesimo avviso è buona parte della dottrina: S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un'economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su "Corporate Sustainability Due Diligence". Nasce la stakeholder company?*, cit., 333; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, cit., 25, 52; C. G. CORVESE, *op. cit.*, 426 ss.; G. RACUGNO, D. SCANO, *op. cit.*, 739; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, cit., 578; G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *op. cit.*, 204 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, cit., 90 ss.; F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle*

La teoria dell’*“enlightened shareholder value”*¹¹⁵, a cui la Direttiva pare orientata, si adatta particolarmente bene proprio al settore bancario anche a prescindere dalla diffusione delle istanze relative all’ambiente e ai diritti umani, in quanto, a partire dagli anni successivi alla crisi finanziaria del 2007-2008, l’interesse sociale delle banche si è progressivamente collocato in un’area intermedia tra il perseguimento dello *shareholder value* in senso tradizionale e gli interessi degli *stakeholders*, quali i depositanti, i creditori, i dipendenti. Ciò in conseguenza del profluvio di regolamentazione di settore che ha imposto agli amministratori di tenere debitamente conto degli interessi di questi ultimi, mediante limiti e regole di contenimento del rischio e di oculata gestione della banca¹¹⁶.

Lo svolgimento dell’attività bancaria in modo compatibile con i fattori ESG, a seguito dell’entrata in vigore della CSDDD, contribuisce ad accentuare i profili di eterodeterminazione del governo bancario, rispetto a quanto già imposto dall’attuazione del principio della “sana e prudente gestione”¹¹⁷, vincolando ulteriormente la discrezionalità dell’organo gestorio. Inoltre, il mancato coordinamento con la restante normativa a tema sostenibilità che si applica agli entri creditizi rende di

banche. “Arlecchino” nel C.d.a.?, cit., 330, 341, il quale riferendosi più in generale alla disciplina in materia di sostenibilità (prima dell’entrata in vigore della Direttiva CSDD) afferma che non sia in grado di mutare, anche nel medio-lungo termine, il fine del perseguimento del lucro e della realizzazione dell’oggetto sociale.

¹¹⁵ M. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2002, 2232 e in *Business Ethics Quarterly*, 2002, 235 che per primo ha proposto la definizione di “*enlightened shareholder value theory*”, nonché A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Routledge, Oxford-New York, 2013, 16 ss. e l’imprescindibile contributo di L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91, 108, la cui posizione è trattata analiticamente in: E. BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni dinanzi al “profitto”*, Milano, 2022.

¹¹⁶ Sull’interesse sociale della banca: A. SACCO GINEVRI, *Il problema dell’interesse sociale nelle banche*, cit., 1556; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, cit., 267; ID, *Interesse sociale e governance bancaria*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 787; C. ANGELICI, *Introduzione*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 758, 766 ss.; G. FERRI jr., *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 806.

¹¹⁷ V. BEVIVINO, *op. cit.*, 627.

certo non agevole la ricostruzione dei descritti limiti e regole di condotta.

In conclusione, l'inserimento della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* tra gli atti vincolanti per le società bancarie è destinato a rendere più complessa la *compliance* in un settore già caratterizzato da una parcellizzazione e frammentarietà delle fonti, oltre a ridurre i profili di responsabilità per le attività di fornitura di servizi finanziari e di investimento.

The Italian SPACs regulatory regime: An empirical analysis of AIM Italia SPACs*

SOMMARIO: 1. Introduction. – 2. The alternative nature of SPACs’ capital-raising. – 3. The regulatory framework of Italian SPACs. – 3.1. The securities regulation and disclosure environment. – 3.2. The company law regime and the incentive structure. – 4. The empirical analysis. – 4.1. Data collection and sample description. – 4.2. Descriptive statistics on the average AIM Italia SPAC. – 4.2.1. Warrants. – 4.2.2. The role of sponsors/*promotori*. – 4.3. SPACs’ investment patterns between institutional and retail investors. – 4.3.1 Retail investor participation. – 4.3.2. Institutional investor participation. – 4.3.3. Warrants trading of institutional and retail investors. – 4.4. The cost structure of AIM Italia SPACs. – 4.4.1 Statistics on AIM Italia SPACs cost structure. – 4.5. The long-run performance of the listed entity resulting from the business combination. – 5. Some short policy reflections on material and disclosure rules. – 6. Conclusions.

1. Introduction

In recent years Special Purposes Acquisition Companies (SPACs) have become a widely used alternative to traditional Initial Public Offerings (IPOs) for indirectly listing companies in the United States,¹

* Dmitri Boreiko and Stefano Lombardo (ECGI Research Member) are both affiliated to the Faculty of Economics and Management of the Free University of Bozen-Bolzano (Italy). This Article was initiated and partially written during a “Research Sabbatical” of Stefano Lombardo from 1 April 2022 to 31 July 2022 at the *Center for Advanced Studies on the Foundations of Law and Finance* of the Goethe-University Frankfurt am Main, Germany, financed by a fellowship of the *Deutsche Forschungsgemeinschaft*.

A first version of this Article was presented at the 13th Annual Conference of the Spanish Association of Law and Economics, Madrid Universidad Pontificia De Comillas-Icade on 29-30 June 2023, we thank Sergio Gilotta for useful comments as well as those from the other participants. The paper was also presented at the Brown Bag Seminar of Finance at the Faculty of Economics and Management of the Free University of Bozen/Bolzano on 11 October 2022, and again we thank all the participants for useful comments. Peter Agstner, Filippo Annunziata, Antonio Capizzi, Paolo Giudici, Florian Kiesel and Giovanni Romano offered helpful comments on this Article. Furthermore, we thank the anonymous referees. We are of course solely responsible for any omissions or mistakes.

While this Article has been conceived and elaborated together by the Authors, for purposes of Italian academic evaluation, Sections 1, 2, 3, 5, 6 were written by Stefano

owing to some apparent advantages such as the SPAC structure, the economic roles of SPAC sponsors and SPAC IPO investors.² At the same time, SPACs have raised regulatory concerns about their soundness and efficiency, because they are apparently used as a mechanism of regulatory arbitrage to avoid the more rigid rules governing normal IPOs in the United States.³ While more recently U.S.

Lombardo, while Section 4 and the three Appendixes as well as the empirical analysis were written by Dmitri Boreiko.

¹ The literature on (U.S.) SPACs is literally exploding; as very recent contributions and without any claims of completeness, see: U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *The SPAC Market*, in *Washington University Law Review*, 2023, p. 1759 ss.; C.S. CLEAR, *Savings SPACs from the SEC's Potential Ruinous Overarch*, in *Emory Law Journal*, 2023, p. 1017 ss.; B.V. REDDY, *Going Dutch? Comparing Regulatory and Contracting Policy Paradigms Via Amsterdam and London SPAC Experiences*, available under *ssrn.com*, 2023; D. D'ALVIA, *From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2023, p. 1 ss.; N.F. NEWMAN and L.G. TRAUTMAN, *Special Purposes Acquisition Companies (SPACS) and the SEC*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2022, p. 639 ss.; T.J. MARTIN, *The Agency Problem in SPACS: A Legal Analysis of SPAC IPO Investor Protection*, in *Southern California Law Review*, 2022, p. 1209 ss.; A.M. PAUL, *Jumping into the SPAC Race: Protecting the UK Retail Investor*, in *Cambridge Law Review*, 2022, p. 33 ss.; M.L. PASSADOR, *In Vogue Again: The Re-Rise of SPACS in the IPO Market*, in *Brooklyn Journal of Corporate Financial & Commercial Law*, 2022, p. 106 ss.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober Look at SPACs*, in *Yale Journal on Regulation*, 2022, p. 228 ss.; J.C. COATES, *SPAC Law and Myths*, available under *ssrn.com*, 2022. In Italian, see G. ROMANO, *La SPAC* ("Special Purpose Acquisition Company"), *un'altra complessa creatura del capitalismo finanziario globale*, in *Orizzonti*, 2022, p. 913 ss.; G. TASCA, *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, Milano, 2020.

² As reported by M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZAHNG, *SPACs*, in *Review of Financial Studies*, 2023, pp. 3463 ss., 3466, who add «Proponents of SPACs argue that private companies benefit by gaining an additional option for raising capital and listing, and that retail investors benefit by being able to invest in young growth companies that otherwise would be accessible only through venture capital partnerships», p. 3464.

³ On regulatory arbitrage in general, see V. FLEISCHER, *Regulatory Arbitrage*, in *Texas Law Review*, 2010, p. 227 ss., who defines it as «the manipulation of the structure of a deal to take advantage of a gap between the economic substance of a transaction and its regulatory treatment», p. 230 and notes that while «regulatory arbitrage is often privately beneficial and socially wasteful, the optimal amount of regulatory arbitrage is not zero. Whether a particular regulatory arbitrage technique is good or bad necessarily depends on a prior question of whether a particular regulation

SPACs activity has slowed down,⁴ in January 2024 the SEC adopted new rules on SPACs on disclosure, use of projections and issuer

enhances social welfare», p. 234; it is arguably possible to include this form of regulatory arbitrage in the regulatory-regime inconsistency type: «the same transaction receives different regulatory treatment under different regulatory regimes», p. 244. Indeed, since the economic substance of the deal is to take public a non-registered company, in the comparison between the transaction costs of a normal IPO and of a SPAC, the question becomes the extent to which regulation of normal IPOs is efficient (i.e. socially beneficial) and the SPAC instrument is less efficient (i.e. socially non beneficial in comparison to a normal IPO). The existence of SPACs as a valid alternative to IPOs in making a non-registered company a public one, can be justified arguing that the two deals are not perfectly the same and the transaction costs of SPACs are different, for instance in terms of the kind of informational asymmetry between the target company and investors, due to characteristics of the target. On regulatory arbitrage of SPACs for several jurisdictions, see also P. MAUPAS and L. PAUGAM, *Regulatory Arbitrage on Narrative Steroids: the Case of SPACS*, CFA Society France, 2021. For the U.S., the pros and cons of SPACs in comparison to direct IPOs are provided by J. KOLB and T. TYKOVOVA, *Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes*, in *Journal of Corporate Finance*, 2016, p. 80 ss. as well as M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *SPACs*, cit.; R. HUANG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *IPOs and SPACs: Recent Developments*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2023, p. 595 ss.; see also A.F. TUCH and J. SELIGMAN, *The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers, and Direct Listing*, in *Iowa Law Review*, 2022, p. 303 ss. and P.M. CORRIGAN, *Do the Securities Laws Actually Protect Investors (and How)? Lessons from SPACs*, available under *ssrn.com*, 2023, for a comparison of the regulatory regimes of normal IPOs and SPACs; A.M. ROSE, *SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA' Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage*, in *William & Mary Law Review*, 2023, p. 1757 ss., discussing the pro and con of IPOs and SPACs in relation to forward looking statements.

⁴ For the precise numbers between 2012 and 2023, see SEC, *Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, Final rules; guidance*; Release Nos. 33-11265; 34-99418, 24 January 2024, 14; U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *The SPAC*, cit., p. 1765; D. D'ALVIA, *From Darkness*, cit., 15. As a reaction to the proposed SEC provisions of 2022 (see SEC, *Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*, Release Nos. 33-11048; 34-94546, 30 March 2022) and in particular to a possible exposition to Section 11 SA liability, on May 9, 2022 Goldman Sachs announced its recalibration on the SPAC-business: «We are reducing our involvement in the SPAC business in response to the changed regulatory environment, Goldman Sachs spokeswoman Maeve DuVally told Bloomberg. Its policy could change if the SEC scales back guidelines», as reported in Goldman Sachs Is Exiting Most SPAC Work on Liability Concerns: Report (*businessinsider.com*). Notwithstanding the absence of Section 11 SA liability regime, for the type of litigation U.S. SPACs produced, see the recent, legal and

obligations.⁵ The new SEC rules followed the recent debate surrounding U.S. SPACs (listed on national exchanges such as NASDAQ or NYSE).⁶ This debate has highlighted that the incentive structure for SPACs sponsors may potentially diverge from that of investors in SPACs-IPOs and in the secondary market. The legal instruments that try to align the different interests may be not optimal, especially for unsophisticated retail investors who seem to bear the structural costs of SPACs (particularly, dilution costs).⁷ It has recently been quantified that, due to the structural costs deriving from their institutional setting (as explained in Section 2), the mean and median SPAC, based on the typical SPAC-IPO share price of \$10, have respectively \$4.10 and \$5.70 in net cash per share outstanding at the time of the SPAC merger with the target company.⁸ These costs, which are largely borne by non-redeeming SPAC shareholders, decrease the net cash per share that the SPAC contributes to the merger. These costs, depending also on the redemption percentage, derive from: (i) the costs

empirical study by E. STRAUSS, *Suing SPACS*, in *Southern California Law Review*, 2023, p. 553 ss. For the judicial review of the merger, see M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *SPAC Governance: In Need of Judicial Review*, available under *ssrn.com*, 2021. The final rules by the SEC of 2024 did not imply underwriters' liability, on the point see SKADDEN, *SEC Adopts Final Rules Affecting SPACs and DE-SPACs and Provides Related Guidance*, available under Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 2024, 6.

⁵ See SEC, *Special*, 2024, cit. On the new rules, see the statements by G. GENSLER, *Statement by Chair Gensler on Final Rules Regarding SPACs, Shell Companies, and Projections*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2024 and M.T. UYEDA, *Statement by Commissioner Uyeda on Final Rules Regarding SPACs, Shell Companies, and Projections*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2024. See also SKADDEN, *SEC Adopts*, cit. The new rules followed the SEC Release of March 30, 2022, but from late 2020 onwards, the SEC published some other statements on SPACs, see A.M. ROSE, *SPAC Mergers*, cit., p. 1779, fn. 78 for a list.

⁶ U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *The SPAC*, cit., p. 1762.

⁷ H. SPAMANN and H. GUO, *The SPAC Trap How SPACS Disable Indirect Investor Protection*, available under *ssrn.com*, 2022.

⁸ These results refer to 47 SPACs mergers in the period January 2019 through June 2020 as conducted by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit. In a second paper, M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Was the SPAC Crash Predictable?* in *Yale Journal on Regulation Bulletin*, 2023, p. 101 ss., 112, found for 243 SPACs mergers between July 2020 to December 2021 a mean value of \$6.40 and a median value of \$7.10.

of dilution caused by the sponsor's 20% promote; (ii) the costs of dilution coming from the warrants and rights provided to IPO-stage (institutional) investors; (iii) the costs deriving from the SPAC-IPO (underwriting) fees and other expenses related to the business combination.⁹

SPACs are not a prerogative of the U.S. capital market and a regulatory concern only for the SEC. At an international level, IOSCO published a Report on SPACs in May 2023.¹⁰ In Europe the situation with SPACs presents some divergences in the Member States.¹¹ ESMA started a discussion in July 2021 about possible regulatory intervention in relation to the SPAC-IPO Prospectus to be published according to

⁹ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 246 and 252-253. Apparently, in the U.S. the payment of the SPAC-IPOs underwriting fees are partially subordinated to the realisation of the business combination, see T.J. MARTIN, *The Agency*, cit., p. 1237.

¹⁰ See IOSCO, *Special Purposes Acquisition Companies. Final Report*, May 2023; IOSCO, *New IOSCO SPAC Network discusses regulatory issues raised by SPACs*, IOSCO/MR/21/2021, Madrid, 27 July 2021. For the analysis of some jurisdictions, see the comparative survey by G. ROMANO, *La SPAC*, cit., p. 957 and 983.

¹¹ For some European countries, see P. MAUPAS and L. PAUGAM, *Regulatory*, cit., p. 28; D. D'ALVIA, *From Darkness*, cit., p. 20. For instance, in Germany SPACs (Luxemburg incorporated companies) have been relatively less common than in Italy, see C. SCHALAST, M. GEURTS and E. TÜRKMEN, *SPACs: Mode, Boom oder doch ein «Must Have»?*, in *Betriebs-Berater*, 2021, p. 1283 ss., and J. EICHHORN and K.-M. SCHANZ, „Deutsche“ SPAC unter gesellschafts- und aufsichtsrechtlichen Aspekten, in *Recht der Finanzinstrumenten*, 2021, p. 186 ss. According to AFME, *European SPACs. Guide to Regulatory Obligations*, available under www.afme.eu, 2022, 12, German company law is not favorable to replicate a typical SPAC structure; see also J. EICHHORN and K.-M. SCHANZ, „Deutsche“ SPAC, cit. and B.W. FUHRMANN, *SPAC-Prospekte in Deutschland und den Niederlanden und das Public Statement der ESMA*, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2021, p. 390 ss., 391. For the Netherlands, according to B.W. FUHRMANN, *SPAC-Prospekte*, cit., p. 392, apparently a special kind of GmbH (limited liability company) is used. For the United Kingdom, see FCA, *Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules. Policy Statement PS21/10*, July 2021, on which see B.V. REDDY, *Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great Wall Street but a nightmare on Main Street*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2022, p. 1 ss.; see also B.V. REDDY, *Going Dutch?*, cit., discussing also the Dutch case. For Spain see R. PALÀ LAGUNA, *El reconocimiento de las peculiaridades de la SPAC en la proyectada reforma de la Ley de sociedad de capital*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2021, p. 419 ss. and M. GIMENO RIBES, *La reforma del mercado mobiliare in Spagna*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 858 ss.

Regulation (EU) 2017/1129,¹² while the European Commission acknowledged the existence of SPACs also in the European capital market and raised some questions on SPACs within the Listing Act Initiative of November 2021 for possible policy purposes.¹³

In Italy the development of SPACs has been constant and from 2011 until the end of 2023, 35 SPACs were listed.¹⁴ Italian SPACs appear to be a dynamic phenomenon and legal scholars have studied extensively several related legal aspects.¹⁵ In this Article, we fill the gap from a law and finance perspective, proposing three research questions related to AIM Italia SPACs,¹⁶ the trading venue where Italian SPACs have been mainly listed and which was renamed in October 2021 as Euronext Growth Milan (EGM).¹⁷ First, we empirically study a sample of AIM Italia SPACs to discover the extent of retail investors' involvement in the secondary market trading of shares and warrants of the typical AIM Italia SPAC.¹⁸ As AIM Italia SPAC-IPOs are open only to institutional investors, and retail investors can buy shares only on the secondary market, this first question is important at least for two reasons. We note

¹² At the European level, ESMA published in July 2021 a document about investor protection in SPACs (see ESMA, *Public Statement. SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations*, ESMA32-384-5209, 15 July 2021), on which see B.W. FUHRMANN, *SPAC-Prospekte*, cit.; D. D'ALVIA, *From Darkness*, cit., p. 19.

¹³ See EUROPEAN COMMISSION, *Targeted Consultation. Listing Act: Making Public capital Markets More Attractive for EU Companies and Facilitating Access to Capital for SMES*, 2021, questions on SPACs 84 to 91, p. 57.

¹⁴ The first SPAC listed in Italy was listed on MIV on 27 December 2011, but it was a Luxemburg incorporated company and not an Italian one, Italy 1 Investment S.A. with Prospectus of 24 December 2010.

¹⁵ See e.g. M. FUMAGALLI, *Lo sviluppo delle SPAC in Italia*, Milano, 2014; M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni sugli statuti delle SPAC e sui regolamenti sei warrants (di Space S.p.A. e di Capital for Progress 1 S.p.A. in particolare)*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 743 ss.; P. DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo di investimento e quotazione*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 713 ss.; F. GARRAMONE, *Una panoramica in tema di special acquisition companies*, in *Banca imp. soc.*, 2020, p. 131 ss.; G. TASCA, *La SPAC*, cit.

¹⁶ While the first research question is somewhat new, the second and the third simply follow the seminal article by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., in order to have a comparative analysis with the U.S. SPACs.

¹⁷ Notwithstanding the recent change of name, we keep the traditional denomination of AIM Italia SPACs.

¹⁸ According to A.M. PAUL, *Jumping*, cit., p. 40, referring to the *Financial Times*, in February 2021, retail investors accounted for 40% of all trading in U.S. SPACs.

that Italian legal scholarship usually assumes that also retail investors participate in AIM Italia SPACs, but to our knowledge, we are the first to empirically analyze the question.¹⁹ Furthermore, it is important to know the composition of the investor base in the secondary market for possible regulatory purposes.²⁰ This is particularly true with respect to the “dilution game” of SPACs, which can presumably be better understood by institutional and supposedly sophisticated investors, while retail investors may lack the (financial) skills necessary to properly assess it, so raising the question regarding the need for regulatory intervention.²¹ The second research question relates to the structure costs (in terms of net cash per share) for investors in AIM

¹⁹ But see D. D’ALVIA, *From Darkness*, cit., p. 30, arguing on the possibility that in Europe SPACs are mainly used by institutional investors.

²⁰ On this point see ESMA, *Public Statement*, cit., referring to the fact «... that SPAC transactions may not be appropriate investments for all investors due to their complexity because of factors such as the risks related to dilution, incentives issues for sponsors, the different way costs of underwriting fees may be borne by SPAC redeeming investors and remaining investors, as well as uncertainty as to the identification and, subsequently, the evaluation of target companies», p. 2; EUROPEAN COMMISSION, *Targeted Consultation*, cit., 58, asking two questions directly referred to the type of investor: «86. Do you believe that investing in SPACs, via an IPO or on the secondary market, should be reserved to professional investors only? 87. In the case of investments in SPACs (whether on the primary or the secondary markets), would you see the need to reinforce some safeguards and/or to further harmonise the disclosure regime in the EU (please consider an investment open to professional only or to professional and retail investors)? Please put an X in the box corresponding to your chosen option(s)». See also B.V. REDDY, *Going Dutch?*, cit., p. 3; A.F. TUCH and J. SELIGMAN, *The Further*, cit., p. 340, for noting that the retail investors are potentially harmed by SPAC structures.

²¹ B.V. REDDY, *Going Dutch?*, cit., p. 3, notes that «... Sophisticated investors are adequately protected via the contracting paradigm, with the regulatory paradigm largely redundant in that regard. A regulatory paradigm would be more justified if it targeted protections for unsophisticated investors who may not fully appreciate the incentives and mechanics of SPACs, by compelling the alignment of interests between those unsophisticated investors with more sophisticated investors». On retail investors and their protection through regulation in the U.K. see also A.M. PAUL, *Jumping*, cit. On the empirical question of the effective participation of retail investors in U.S. SPACs at the time of the BC, see A.M. ROSE, *SPAC Mergers*, cit., p. 1774, fn. 51 with some data and references, and 1777 with the statement that dilution «may be too complex for unsophisticated investors to understand even if well disclosed», and p. 1820 concluding that shares prices around de-SPAC mergers are possibly influenced by retail investors.

Italia SPACs (both for the IPO and the secondary market), generated by the “dilution game”, following the business combination.²² This research question is justified and carried out in order to provide an analysis of the costs structure of AIM Italia SPACs that is useful for comparisons both at the economic and legal levels.²³ Finally, the third research question analyses the long-run performance of the combined entity resulting from the business combination between the SPAC and the operative company.²⁴ Here too, this research question provides an analysis of the performance of AIM Italia SPACs that is useful for both economic and legal purposes.²⁵

Our empirical results (Section 4) regarding the first question suggest that retail investors do participate in the secondary market of AIM Italia SPACs: they trade in the post-IPO period before the business combination (BC) is announced, as well as after its announcement and before and after the BC takes place, while their trading in warrants is less pronounced. With respect to the second question, our results show that the structure of total costs of AIM Italia SPACs is less pronounced than that of U.S. SPACs, with an effective net cash per share of 8.26 Euro average and 8.51 Euro median,²⁶ and theoretical (i.e., considering full exercise of special shares and warrants) of 7.53 Euro mean and 7.63 Euro median. With respect to the third question, AIM Italia SPACs seem to perform considerably better than the U.S. ones.

It follows that, apparently, AIM Italia SPACs seem to be less costly than their U.S. “cousins” and present a better performance. We are

²² For the second research question follow the same analysis as M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 246.

²³ For the analysis of dilution caused by the conversion of the *azioni speciali*, see R. FERRETTI and A. CASTELLI, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): un fenomeno in crescita*, in *Bancaria*, 2021, p. 56 ss., 69. For descriptive data on Italian SPACs, see P. RIVA and R. PROVASI, *Evidence of the Italian Special Purpose Acquisition Company*, in *Corporate Ownership & Control*, 2019, p. 66 ss.

²⁴ Also for the third research question we follow M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 254, with some minor changes.

²⁵ We do not deal in this Article with a comparison in terms of costs between normal Italian IPOs and AIM Italia SPACs for the same period, i.e. we do not pursue in this paper a comparison in terms of relative efficiency between the two mechanisms to make a company public.

²⁶ Compared to the 4.10\$ mean and 5.70\$ of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

aware that our empirical analysis does not imply causal inference and is based on a very small sample, but we tentatively attribute the different (better) empirical results of AIM Italia SPACs as compared to the U.S SPACs, also to their partially different institutional setting in relation to the limit of about 1/3 of the redemptions (in the form of withdrawal rights) for approving the business combination and better disclosure. Furthermore, we observe that AIM Italia SPACs have not so far raised any kind of litigation.²⁷

We acknowledge that while the (incentives') structure of a SPAC is functionally similar in the different jurisdictions, legal technicalities of arranging this incentive structure in each jurisdiction may diverge both in relation to company law and to securities regulation. This is the reason why we briefly describe in Section 2 the main characteristics of (U.S.) SPACs as alternative investment instruments and then in Section 3 the securities regulation and disclosure regime, as well as the company law rules of AIM Italia SPACs. Section 4 presents the empirical analysis of the three research questions based on a sample of 24 AIM Italia SPACs from 2011 to 2023, 18 of which achieved the business combination (while six were liquidated). Section 5 provides some short reflections on policy implications in terms of material rules and disclosure rules for the protection of retail investors, which seems to be the core element of the current international debate for policy purposes. Brief conclusions follow in Section 6.

2. *The alternative nature of SPACs' capital-raising*

As it is now commonly understood, the "SPAC mechanics," which is functionally similar across many jurisdictions,²⁸ involves sponsors with reputational capital certifying the quality of the endeavour.²⁹ They create the SPAC and list it as a non-operating shell company on a stock

²⁷ More precisely, we are not aware of any kind of litigation.

²⁸ U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, in *Delaware Journal of Corporation Law*, 2013, p. 849 ss., associate SPACs with a form of private equity for the benefits of non-institutional investors.

²⁹ On the economic role of sponsors as certification instrument (as equivalent to private equity general partners and ad-hoc underwriters), see M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *SPACs*, cit., p. 3470.

exchange via an Initial Public Offering (IPO), thereby raising funds from IPO investors.³⁰ The collected money is put in an escrow account, while sponsors look for a business combination (BC, also called de-SPAC transaction)³¹ with a target company in a period of 18-24 months after the SPAC-IPO. The operational target company proceeds to the business combination (usually a merger) with the SPAC so that as a practical result the operational company becomes thereby listed. If there is no business combination with a target company the SPAC is liquidated, and the money of the escrow account is given back to the IPO investors.³²

Recently, U.S. scholars have pointed out the intrinsic dangers of the “U.S. SPAC model” for investors and, in particular, for retail ones.³³ To summarize briefly the major characteristics of their institutional setting, we observe that in U.S. modern SPACs:³⁴ (i) the sponsors’ promote is about 20% of the SPAC post-IPO shares;³⁵ (ii) units, composed by common shares and warrants/rights, are sold to IPO investors for \$10 and the included securities trade separately after a

³⁰ To institutional investors and or/retail investors, depending on the legal dimension of the offering.

³¹ We use the terms business combination (BC) and de-SPAC transaction as synonyms.

³² In general, on SPACs see the useful introduction of G. OKUTAN NILSSON, *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*, in *European Business Organization Law Review*, 2018, p. 253 ss.

³³ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.; M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *SPACs*, cit.; H. SPAMANN and H. GUO, *The SPAC*, cit.

³⁴ These are the third generation SPACs (from 2009), as qualified by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 232; see also B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 10. We describe briefly the typical modern U.S. SPAC solely for comparative purposes with our AIM Italia SPACs sample. For a more complete and detailed description, see J.C. COATES, *SPAC Law*, cit., *passim* and p. 41.

³⁵ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 236. Their consideration for this 20% is about only 3/4% of the IPO proceeds, P. MAUPAS and L. PAUGAM, *Regulatory*, cit., p. 10. Technically, A.M. ROSE, *SPAC Mergers*, cit., p. 1762, fn. 11, refers to the promote as a special class of common shares «Prior to the IPO, SPAC sponsors typically purchase, “for a nominal amount, shares of a separate class of common stock (often referred to as “founder shares”), that gives the sponsor the right to receive, upon consummation of the de-SPAC transaction, 20% of the post-IPO common stock (often referred to as the “promote”)»». For a history of the promote incentive structure, see T.J. MARTIN, *The Agency*, cit., p. 1256.

given period of time;³⁶ (iii) the money collected from investors by the SPAC-IPO is put in an escrow account (and invested in treasury securities) that produces interest, which is either employed for the BC or given back to investors in case of liquidation;³⁷ (iv) SPAC's shareholders sometimes have the possibility to decide on the BC (approving or rejecting it);³⁸ (v) SPAC's shareholders can approve the BC and at the same time exercise the redemption right for their shares;³⁹ (vi) there are no limits on the redemption rights,⁴⁰ so that they can be very high,⁴¹ thereby subtracting money from the SPAC for the BC; (vii) the target company requires and negotiates a minimum amount of resources for the BC,⁴² which can be provided in case of high levels of redemption by sponsors and/or by PIPE investors who serve a certification role of the quality of the BC.⁴³ Apparently, these main

³⁶ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 236. For an overview of the financial theory of warrants in the IPO and SPAC contexts, see G. ROMANO, *La SPAC*, cit., p. 939.

³⁷ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 237.

³⁸ B.V. REDDY, *Warning*, cit., 11. According to A.F. TUCH and F. SELIGMAN, *The Further*, cit., p. 325, the business combination is usually a reverse triangular merger, where the SPAC absorbs the target.

³⁹ H. SPAMANN and H. GUO, *The SPAC*, cit., 3; M. GANOR, *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2021, p. 390 ss., 410. For the history of voting rights (and their relationship with redemption rights), see also T.J. MARTIN, *The Agency*, cit., p. 1258, and 1261 for the possibility for all shareholders to redeem.

⁴⁰ Early U.S. SPACs had a threshold for redemptions of 20%, so requiring 80% to vote for the business combination but this limit apparently produced the practice of greenmailing, i.e. shareholders would buy shares and threaten to redeem them if special favors were not provided; on the point see, H. SPAMANN and H. GUO, *The SPAC*, cit., p. 3; B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 11; U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Exit*, cit., p. 857; U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Why SPACs: An Apologia*, available under *ssrn.com*, 2022, p. 40. More generally for a description of the evolution of redemption rights at the de-SPAC stage and of their distortive effect as a form of empty voting, see U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Redeeming SPACs*, available under *ssrn.com*, 2021.

⁴¹ Redemption rates are very high, reaching also 50% or more, see M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 240.

⁴² M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 233 and 237.

⁴³ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 238; on PIPE investors see also M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZAHNG, *SPACs*, cit., *passim*; F. FAGAN and S. LEVMORE, *SPACs, PIPEs, and Common Investors*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2023, p. 103 ss. According to A.F. TUCH and

characteristics of the institutional setting of modern U.S. SPACs create the possibility of regulatory arbitrage versus IPOs and imply a substantial misalignment of incentives between sponsors and investors (with the former pushing also for non-efficient business combinations because it is in any case better for them due to the 20% promote). These characteristics produce the structural costs of SPACs that investors bear when investing in a SPAC. The mentioned incentives' problems and the resulting structural costs may justify regulatory intervention and the question becomes to what extent disclosure regulation or material regulation is needed.⁴⁴ In March 2022 the SEC proposed rules on SPACs,⁴⁵ followed in January 2024 with some modifications by the

J. SELIGMAN, *The Further*, cit., p. 326, PIPE investors buy in a non-registered offer, then the SPAC registers the PIPE shares so that PIPE investors can sell their shares on the market.

⁴⁴ See H. HALBHUBER, *Economic Substance in SPAC Regulation*, in *Yale Journal on Regulation Bulletin*, 2022, p. 44 ss.; G. GENNSLER, *SEC Chair Gensler on SPACs, Shell Companies, and Projections Proposal*, Available under <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2022/03/31/sec-chair-gensler-on-spacs-shell-companies-and-projections-proposal/>, 2022; A.F. TUCH and J. SELIGMAN, *The Further*, cit.

Of course, we note that the more recent debate on the extent regulation of SPACs for the purposes of retail investor protection has to be granted in the United States, and eventually in which form, belongs to the traditional and old debate, typical of securities regulation, about the tension between capital formation and investor protection for new instruments/mechanism of investment; see S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement: la raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021, p. 31 ss.. For the natural tension between the two dimensions from a policy perspective (attractiveness and competitiveness of the trading venue/market place vs investor protection) see B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 34. Following the traditional literature on investor protection of R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER and R.V. VISHNY, *Law and finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, p. 1113 ss., arguably an optimal investor protection regime improves the attractiveness and competitiveness of the trading venue/market place and results in an optimal retail participation to the capital market. The problem with SPACs is that the dilution cost is so complex with the danger that retail investors can be systematically exploited without being able to understand it.

⁴⁵ As already mentioned, the recent, very intense use of SPACs as an alternative to traditional IPOs to list non-reporting operative companies in the United States has raised concerns that SPACs are used as instrument of regulatory arbitrage in alternative to the more rigid regulatory regime for IPOs. It is useful to schematize and summarize the main regulatory proposals of the SEC report of March 30, 2022: (i)

adoption of new rules. These new rules have the main objective of improving disclosure, increasing the liability level and eliminating the forward looking statement privilege, with the ultimate aim of eliminating the incentives for regulatory arbitrage with IPOs.⁴⁶ For the limited purposes of this Article, these new rules can be broadly schematized and summarized as follows:⁴⁷ (i) definition of the main notions such as SPAC, de-SPAC, sponsor, target company,⁴⁸ (ii) increased disclosure about sponsors, conflict of interests, dilution,⁴⁹ (iii) increased disclosure of the de-SPAC transaction,⁵⁰ (iv) board determination about the de-SPAC transaction,⁵¹ (v) qualification of the private operating, target company as co-registrant and the extension of the (strict) liability regime,⁵² (vi) elimination of de-SPACs forward looking statements privilege.^{53,54}

improve disclosure about the sponsor, potential conflict of interests between the sponsor and investors and about dilution, as well as about disclosure for de-SPAC transaction including a fairness statement, see SEC, *Special*, 2022, cit., pp. 22-63, describing in detail the new subpart 1600 of regulation S-K; (ii) align de-SPAC transactions with IPOs by providing investors with information on the business combination before they vote and by extending liability for the de-SPAC transaction for underwriters, see SEC, *Special*, 2022, cit., pp. 64-100; (iii) improve the disclosure regime of projections used in de-SPAC transactions, see SEC, *Special*, 2022, cit., pp. 127-134. For an accurate legal discussion on U.S. liability for SPACs, see A.F. TUCH and J. SELIGMAN, *The Further*, cit., p. 328, and 332 for underwriters, as well as 341 for the statements that SPAC-IPO underwriters are also active in the BC phase and that the majority of SPAC-IPO underwriting fees are paid at the closing of the SPAC merger, so creating an incentive also for underwriters (and not only for sponsors) to push also for bad deals.

⁴⁶ For an introductory description see of the new SPAC regulation, see SKADDEN, *SEC Adopts*, cit.

⁴⁷ A more detailed analysis of the SEC regulatory solutions is outside the scope of this Article, being of course unable to forecast precisely the future development of these new rules on the U.S. SPAC market.

⁴⁸ See SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 24-40.

⁴⁹ See SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 40-117.

⁵⁰ See SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 126-131.

⁵¹ See SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 132-166.

⁵² See SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 180-210.

⁵³ See SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 232-256.

⁵⁴ An explicit Rule to extend underwriters liability to the de-SPAC stage was not implemented, see SEC, *Special*, 2024, cit., pp. 279-289.

3. *The regulatory framework of Italian SPACs*

While in the U.S. there are three jurisdictions that must be coordinated for the regulation of SPACs,⁵⁵ the regulatory regime of Italian SPACs includes Italian company law and securities regulation, both of which are shaped by different degrees by European regulation, as well as Italian stock exchange rules.⁵⁶ It is necessary and useful to analyse this regime in detail, also from a comparative perspective with the U.S. one.⁵⁷

3.1. *The securities regulation and disclosure environment*

The vast majority (25 out of 30) of Italian SPACs during the period under study (i.e. 13 years, from 2011 to 2023) have traditionally been

⁵⁵ These jurisdictions are: the one of incorporation of the SPAC for company law, the jurisdiction of incorporation of the target company for company law purposes and finally the federal jurisdiction for securities regulation (disclosure) purposes, for which the SEC has provided regulatory proposals. Apparently, the vast majority of U.S. SPACs are incorporated under Delaware corporate law and the corporation resulting from the de-SPAC transaction is also mainly incorporated in Delaware, see SEC, *Special*, 2022, cit., p. 197. J.C. COATES, *SPAC Law*, cit., qualifies SPACs law as complex and describes the several aspects.

⁵⁶ It is a consequence of the choice of our sample that the SPACs we are analysing (24 AIM Italia SPACs) are subject to one single jurisdiction for both company law and securities regulation, i.e. the Italian one. The first Italian SPAC was Italy 1 Investment, a Luxembourg incorporated company listed on AIM in January 2011. For the various aspects relating to the regulatory regime of Italian SPACs, see V. DONATIVI and P. CORIGLIANO, *Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies): il modello internazionale e la sua compatibilità col diritto italiano*, in *Società*, 2010, p. 17 ss.; C. CHIOMENTI and L. GRAFFI, *La “Special Purpose Acquisition Company”*, in *Giur. Comm.*, 2010, p. 445 ss.; A. PAOLETTI, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, p. 1145 ss.; P. DE BIASI, *La SPAC*, cit.; M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni*, cit.; F. GARRAMONE, *Una Panoramica*, cit.; S. LOMBARDO, *AIM, SPAC*, cit.; M. FUMAGALLI, *Lo sviluppo*, cit.; G. GIGANTE and A. CONSO, (ed.), *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Milano, 2019; G. TASCA, *La SPAC*, cit.

⁵⁷ As was recently done for London and Amsterdam exchange rules by B.V. REDDY, *Going Dutch?*, cit.

listed in the AIM Italia,⁵⁸ which is an Alternative Trading Facility (ATF).⁵⁹ The listing of SPACs on AIM Italia includes a (relatively) less

⁵⁸ See Appendix 1. We decided to exclude GEAR 1 listed on 26.02.2019 that did the BC with Comer Industries spa, because the merger of this SPAC with the target company had already been decided before the SPAC-IPO. We also exclude from our sample the Digital Value listed in 2018 because this SPAC had the deal managed under the “SPAC in Cloud” formula developed by ELITE (the international platform of London Stock Exchange Group to support SMEs) and Electa Ventures. This deal envisaged participation of an “anchor investor” with a minimum commitment of 20% of the total offer before addressing the opportunity to have follow-on Investors. We believe this type of SPAC is not homogeneous with the others of our sample.

We also note that a very small part of Italian SPACs (5 out of 30) has been listed on a dedicated segment of a regulated market, *Special Investment Vehicles* (SIV) of *Mercato Telematico degli Investment Vehicles* (MIV), which is not analysed in this Article. The listing of SPACs on SIV-MIV includes the typical regulatory regime of European regulated markets and is not object of the present analysis, because SIV-MIV is open only to institutional investors both during the IPO and then on the secondary market. Also for SIV-MIV SPACs it is common to emigrate after the business combination with the target company to another regulated market of Borsa Italiana, where also retail investors can buy shares. On MIV see G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 132 and 138. The five SPACs listed on MIV are: Italy 1 Investment, 27.01.2011; Space, 18.12.2013; Space 2, 31.07.2015; Space 3, 05.04.2017; Space 4, 21.12.2017.

⁵⁹ AIM Italia was created as an Alternative Multilateral Facility by the principal Italian Stock Exchange (Borsa Italiana s.p.a.) and has traditionally been developed for the listing of SMEs, as a part and on the model of AIM of the London Stock Exchange, see G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 130. Recently AIM Italia was renamed “Euronext Growth Milan” following the merger between Borsa Italiana spa and Euronext in 2021. For practical reasons we call and qualify our sample 2011-2023 as “AIM Italia SPACs”. Apparently, one of the reasons for choosing AIM Italia is that after the business combination the listed target company does not have to publish the balance sheet according to the international accounting principles, see M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni*, cit., p. 743. After a period of time, it is common practice to shift the listing from AIM Italia (today: Euronext Growth Milan) to the MTA regulated market of Borsa Italiana, See Appendix 2.

AIM SPACs are classified in the notion/group of *Società di investimento* (investment company). A *società di investimento* is an issuer of AIM Italia whose major activity or purpose is to invest its funds in financial instruments, commercial activities or assets of any types. The legal nature of the Italian SPAC could be associated to a particular kind of undertakings for collective investment, see F. ANNUNZIATA, M.L. PASSADOR and A.C. CHISARI, *The Financial Regulation of Italian SPACs*, available under *ssrn.com*, 2021. The inclusion in the category of *società di investimento* implies that the SPAC has to: (i) collect with the IPO a minimum of €3 million (€30 million starting January 2018), (ii) define and pursue an investment

burdensome regulatory regime than that of a regulated market.⁶⁰ The SPAC-IPO is done on the basis of a *Documento di ammissione*, i.e. a disclosure document for investors which basically replicates a prospectus but does not have to be approved by the Public Authority (i.e. CONSOB) or Borsa Italiana s.p.a.. The *Documenti di ammissione* of the 24 AIM Italia SPACs we analyse have a high degree of standardization in relation to the format and the content of the information provided.⁶¹ During the IPO and for some time after,⁶² the SPAC is aided by a Nominated Advisor (NOMAD), a kind of gatekeeper (typically an investment bank or an investment firm, according to MiFID II)⁶³ which assists the SPAC and whose role is considered of essential importance in reputational terms for the proper working of AIM Italia.⁶⁴ At the SPAC-IPO stage, only institutional

policy and (iii) require the approval of the shareholder's meeting in order to modify its investment policy.

⁶⁰ For the statement, valid also for Italy, that SPACs are essentially the product of stock exchanges, see the considerations of G. ROMANO, *LA SPAC*, cit., p. 954. The regulatory regime of the 24 AIM Italia SPACs for the time period of the sample analysis (2011-2023) includes the application to AIM SPACs, as Italian registered/incorporated companies listed on this particular multilateral trading facility, of: (i) the market abuse regime with respect both to (a) the prohibition of insider trading and market manipulation as well as (b) the continuous disclosure provisions (Directive 2003/6/EC, Regulation EU 596/2014) (ii) the mandatory takeover regulatory regime typical of Italian companies listed on a regulated market (Directive 2004/25/EC), (iii) the shareholders transparency regime (Directive 2004/109/EC). See F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 242 ss., 254, for a review of the application of the details of the different regulatory provisions which derive from a mix between the inclusion of provisions in the charter (*statuto*) of the company and the regulations of Borsa Italiana s.p.a. As a point of reference, see Borsa Italiana, AIM Italia, *Mercato alternativo del capitale, Regolamento Emittenti*, 1 marzo 2012.

⁶¹ We expel from our sample of AIM Italia SPACs, the SPAC EPS2 which was created by way of division from the listed SPAC EPS in May 2018 and then delisted at the end of 2019.

⁶² As in the U.S., AIM Italia SPAC-IPOs underwriting fees are usually partially subordinated to the realization of the BC.

⁶³ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

⁶⁴ The Regulation of Borsa Italiana on Nomad provides the detail for its activity (see AIM Italia, *Regolamento Nominated Advisor*, 1° marzo 2012). In general, on Nomad see G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 88, 144 and 181, stressing its relevance in

investors typically invest money in the AIM Italia SPACs, while retail investors are able to buy shares only in the secondary market after the SPAC-IPO.⁶⁵ Indeed, a typical AIM Italia SPAC-IPO includes a share at an offering price of 10€ and is targeted to: (a) qualified investors as specified by the Italian/MiFIDII regulatory regime (meaning essentially institutional investors), and, in some cases, also institutional investors according to Regulation S of the Securities Act, as well as (b) other non-qualified investors, a category, including also wealthy retail investors, which does not require the application of the European Prospectus regime.^{66,67}

The disclosure rules of Italian SPACs on AIM Italia at the stage of the SPAC-IPO and the time of the BC (de-SPAC stage) are

terms of reputational factors and control over the listed company. The extent to which these functions differ and are more important for AIM Italia SPACs is difficult to assess and outside the scope of this Article.

⁶⁵ The contents of the text must be specified in legal terms. Indeed, according to Article 6 of *Regolamento Emittenti AIM Italia* (version July 2012) the minimum amount of shares requested for admission to trading (so-called *flottante*) is 10% of the company shares and the allotment of this 10% has to involve at least 5 institutional investors or at least 12 investors, 2 of which, institutional. See also F. ANNUNZIATA, *AIM Italia*, cit., p. 249, fn. 21. It has to be mentioned that for SPACs the requirement of 10% and the minimum amount of institutional investors is actually not needed, because the only condition is to make an offer of a minimum of 30 million Euros, see G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 142.

⁶⁶ We take this point from the *Documento di ammissione* of the IPO of Archimede S.p.a. of May 2018. The *Documenti di ammissione* which did not explicitly refer to the minimum amount of at least €100,000 were those of Industrial Stars of Italy 2013 and GreenItaly 1 2013, while the offer for Made in Italy 1 2011 was only for professional investors.

⁶⁷ Indeed, group (b) includes in theory also retail (not qualified) investors but with the important specification that the minimal amount of IPO shares to be acquired is of at least €100,000 (€100,000: €10 for share=10,000 shares). This means that these are/can be wealthy retail investors who, even if not qualified investors, do not need the protection of the Prospectus regime because are reasonably supposed to know what they are doing in investing such an amount of money in a single IPO. So, for instance the shareholding at the start of negotiations of Innova Italy 1 (listing on 19.10.2016), according to the press release of 07.06.2018 announcing the business combination, was: 32% private banking, 26% *casse di previdenza* of professionals and banking foundations, 22% banks, 16% asset managers, 4% insurance companies. For Crescita (listing 15.03.2017) the numbers, according to the press release 18.01.2018 of the business combination, were: 40% asset managers, 35% private banking, 13% banks and 12 insurance companies.

substantial.⁶⁸ The AIM Italia regulatory standard has indeed replicated the one provided for the regulated market where a prospectus is required at the stage of the SPAC-IPO and a prospectus/document is required for the de-SPAC transaction.⁶⁹ For the SPAC-IPO stage, the document of admission to the listing (*documento di ammissione*) voluntarily replicates, with some deviations, the content of a prospectus (as regulated for the sample period of this Article of 2011-2021 by Directive 2003/71/EC and Regulation (EU) 2017/1129), providing (detailed) disclosure of:⁷⁰ (i) risks related to the SPAC (*emittente*), to the market and to the offer; (ii) detailed information about the professional life of sponsors and directors, as well as of their possible conflicts of interest; (iii) related party transactions.⁷¹ Interestingly for U.S. comparative purposes, this admission document normally provides a very detailed description of the dilution risks (including the dilution warrants), providing also a dilution picture on the basis of several levels of redemption rights (in the form of withdrawal rights) exercise, up to 30% or 33% (limits above which the BC is not

⁶⁸ As already mentioned, in Italy the major trading venue used for SPACs has been AIM Italia. This Alternative Trading Facility is not by definition a regulated market subject to prospectus disclosure but is only subject to the rules of Borsa Italiana s.p.a.

⁶⁹ The Italian legislator introduced in 2005 a set of rules to avoid a non-reporting company's merging with a reporting company without proper disclosure, with the introduction of a prospectus, see on the point P. DE BIASI, *La SPAC*, cit., p. 722, describing the legal regime. It as to be mentioned that after the introduction of the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, the issue is regulated at European level (see Article 1.4(g), 1.5(f) and 1.6*ter*, also where applicable by Commission delegated Regulation (EU) 2021/528, both in case of the SPAC-IPO and the de-SPAC transaction. ESMA, *Public statement*, cit., p. 3, has furnished a guidance for national Authorities for better disclosure of SPACs.

⁷⁰ See Scheda due *Regolamento Emittenti* (2012), p 16.

⁷¹ It is outside the scope of this Article to present a detailed and complete analysis of the IPO and de-SAPC informative documents produced by the SPACs of the sample with respect to the issues raised by ESMA, *Public statement*, cit., and SEC, *Special*, 2022, cit. B.W. FUHRMANN, *SPAC-Prospekte*, cit., p. 396, compares the prospectuses done for Germany (FWB-SPACs) and for the Netherlands (AEX-SPACs), according to the European rules (Regulation EU 2017/1129) with the guidelines proposed by ESMA, *Public statement*, cit., and overall finds a positive state of the art with respect to risk factors, conflict of interests, dilution, decision processes, business strategy, etc.

possible).^{72,73} For the de-SPAC stage basically two possibilities are given, with the provision of a quite high level of disclosure about the BC.⁷⁴ In the first case, the business combination is done according to article 14 *Regolamento Emittenti* and the combined company deriving from the BC is basically an extension of the SPAC: in this case, an informative document (*documento informativo*) is produced before the meeting of the SPAC general assembly to provide SPAC's shareholders (and the market) with the proper information to decide about the business combination.⁷⁵ In the second case, the business combination is

⁷² See e.g. Industrial Stars of Italy (2013) *Documento di ammissione*, p. 23. For German FWB-SPACs, B.W. FUHRMANN, *SPAC-Prospekte*, cit., p. 398, finds out a reasonable description of the dilution mechanics, while for Dutch AEX-SPACs a better one, with the provision of tables.

⁷³ We do not cover here the complex issue of prospectus liability in AIM Italia SPACs both at the IPO stage and at the de-SPAC stage. We simply note that since there is not a prospectus according to Directive 2003/71/EC or Regulation (EU) 2017/2019, on which see D. BOREIKO and S. LOMBARDO, *Prospectus Liability and the Role of Gatekeepers as Informational Intermediaries: An Empirical Analysis of the Impact of the Statutory Provisions on Italian IPOs*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, p. 255 ss., and P. GIUDICI, *Italy*, in D. BUSH, G. FERRARINI, J.P. FRANK (ed.) *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, p. 505 ss., as AIM Italia is an alternative trading system, liability can be structured at least with general rules of Italian liability at both stages. We furthermore note that the general provision of the documents produced for the two stages (SPAC-IPO stage and de-SPAC stage) is that the company is liable.

⁷⁴ As mentioned, Italian legislation for regulated markets did not allow escape from disclosure regulation in the event of a merger of a listed company with an unlisted company and it seems that also for AIM Italia as an ATS this principle was accepted, with the consequence that at de-SPAC stage proper disclosure of the business combination is required. With respect to the company law aspects of the BC, they depend on the BC type. If the BC is done through a merger (*fusione*) as is typically the case, external independent experts have to provide two reports (one for each company) on the merger; see on this point G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 289. An analysis of the content of these reports and of their suitability as tools of investor protection (particularly SPAC investors) is outside the scope of this Article, but for comparative purposes see A.F. TUCH, *Fairness Opinions and SPAC Reform*, in *Washington University Law Review*, 2023, p. 1793 ss., with an extensive legal and empirical analysis for the U.S.

⁷⁵ The *documento informativo*, which integrates as a securities regulation document for the market the documents provided from a company law perspective for shareholders/creditors (e.g. the merger project), provides detailed information about the de-SPAC transaction, in terms of description of the SPAC and the target company and of the resulting company. These *documenti informativi* do not report the detailed

not covered by Article 14 *Regolamento Emittenti* and the resulting company is a new company which is listed by the way of an admission document (*documento di ammissione*) which voluntarily replicates the same information as in case of a IPO prospectus (basically a *documento informativo* for the new listing company).⁷⁶

3.2. *The company law regime and the incentive structure*

From a company law perspective, Italian SPACs are typical S.p.A. (*Società per Azioni*, stock corporations) whose regulation is mainly provided by the Italian *codice civile*.⁷⁷ Italian company law for S.p.A. is a complex mix between mandatory and default terms and its provisions give the necessary flexibility to permit the creation of a SPAC.⁷⁸ The contractual arrangement functional to pursuing the objective (i.e. the creation of the SPAC in order to reach the business combination with a target, operative company) seeks to align the particular interests of (i) the sponsors, (ii) the IPO investors (institutional investors), (iii) the secondary market investors (institutional investors and retail investors), (iv) the shareholders of the target company (who typically are a family or a limited number of persons).

According to the standard model, the typical AIM Italia SPAC collects money for the business combination only during the IPO,

analysis of the dilution costs (deriving from *azioni speciali* and warrants) but just their general description; for the U.S., see M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and H. HALBHUBER, *Net Cash Per Share: the Key to Disclosing SPAC Dilution*, in *Yale Journal on Regulation*, 2022, p. 18 ss., who propose the detailed disclosure of net cash per share at the time of the de-SPAC decision.

⁷⁶ Also in this case, the *documenti di ammissione* do not report the detailed disclosure of the dilution as proposed by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and H. HALBHUBER, *Net Cash*, cit.

⁷⁷ G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 95 ss., provides a systematic introduction to the SPAC legal system. The *codice civile* requires and regulates the *atto costitutivo* (i.e. the company's contract) as integrated by the *statuto* (charter) for the creation of the SPAC, as a normal company equipped with special characteristics functional to its purpose and by other regulation for the scope to be listed on AIM Italia.

⁷⁸ For a recent systematic introduction, see F. BORDIGA, *Spunti in tema di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 768 ss.

therefore excluding PIPE investors' participation.⁷⁹ This means that the financing of the AIM Italia SPAC mainly occurs in two moments: (i) at the creation of the company where sponsors collect about 3% of the financial resources, in order to establish and register the company and to grant its survival until the SPAC-IPO, and (ii) at the stage of the SPAC-IPO where the company collects money mainly from qualified, institutional investors and wealthy retail investors, while ordinary retail investors can buy shares (those sold by institutional investors that decide to exit their IPO investment) of the SPAC only on the secondary market after the IPO. To accommodate this institutional setting, from a company law perspective four elements are important. The first one is the creation of the SPAC as a company with its *statuto* (charter), while the second is the kind of financial instruments (shares and warrants) organised to finance the SPAC both at the initial stage (creation of the SPAC) and the second stage (the SPAC-IPO). The third one is the business combination (de-SPAC transaction) with the target company, while the fourth is the right of withdrawal (the redemption mechanism in the U.S.) for the shareholders who are contrary to the business combination.

At the stage of the company creation, an Italian SPAC is usually established with a high degree of standardization of the company contract and *statuto*.⁸⁰ Typically, a SPAC is created by some (3 to 5) persons (*promotori*, hereinafter sponsors/*promotori* to follow the U.S. qualification) with personal reputational capital to find a proper target company to ensure an optimal business combination. Their personal investment amounts to about 3-4% of the money collected with the IPO.⁸¹ The sponsors/*promotori* (*i.e.*, the individuals) are usually also

⁷⁹ Indeed, it is not common for AIM Italia SPACs to raise capital after the IPO in a secondary offer for particular institutional investors, as commonly happens in the United States, for PIPE (Private Investors Private Equity). As mentioned, PIPE in the U.S. can serve to replace capital subtracted by redemptions which can be very high (up to 74% on average for non-high-quality SPACs in the sample of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 253. F. FAGAN and S. LEVMORE, *SPACs*, cit., discuss the extent to which the role of PIPE investors, which buy shares at a discounted price, signal the quality of the business combination.

⁸⁰ As described by G. TASCA, *La SPAC*, cit., p. 309 they are quite standardized documents.

⁸¹ A. SACCO GINEVRI and G. PEZZULLO, *Appunti sulle «Special Purpose Acquisition Companies» («SPAC»)*, available under *dirittobancario.it*, 2018. To be

the directors (*amministratori*) of the listed SPAC, while at least one director (of the usually 3 to 5) must be independent (i.e. non being a sponsor/*promotore*) in compliance with Italian law on independent directors in listed companies.⁸² As regards the financial instruments provided for in a typical SPAC *statuto* (charter),⁸³ we can differentiate between financial instruments granted to the (i) sponsors/*promotori* and (ii) IPO investors.⁸⁴ While in the U.S. the sponsors get about 20% of the post-IPO SPAC shares (the so-called sponsor promote),⁸⁵ the Italian solution to sponsors’/*promotori* compensation is functionally realized with the assignment to them of special shares (*azioni speciali*) of the SPAC. These special shares give the right to obtain common shares of the company resulting from the business combination. Indeed, with respect to sponsors/*promotori*, they get, before negotiation starts after the SPAC-IPO,⁸⁶ SPAC special shares (*azioni speciali*) with the following characteristics:⁸⁷ (i) without voting rights in the company’s shareholders meetings (in particular, regarding the decision on the business combination to signal that they do not influence this decision), (ii) impossibility to get dividends in case of distribution (in order to signal their commitment for the business combination, but with the

sure, usually they don’t invest directly in the SPAC but create some private limited liability companies (*società a responsabilità limitata*, s.r.l.) that create (and invest in) the SPAC, so that the private investment and involvement of sponsors/*promotori* in the creation of the SPAC is indirect by ways of s.r.l.

⁸² According to the provision of the *statuto* referring to Article 148.3 and 147-ter.4 TUF as well as the *Codice di Autodisciplina*.

⁸³ It has to be mentioned that it is common that a first very simple *statuto* is modified/replaced before the IPO by a second *statuto* which detail the financial instruments for sponsors and IPO investors.

⁸⁴ For a review, see M. FUMAGALLI, *Brevi Considerazioni*, cit.; G. TASCA, *La SPAC*, cit.

⁸⁵ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 246.

⁸⁶ Typically, sponsors/*promotori* establish the SPAC getting common shares (*azioni ordinarie*). Before the IPO there is usually a capital increase reserved to them where they get new common shares. The old ones and the new ones are then transformed (converted) in *azioni speciali* before negotiation start on AIM after the IPO, so that sponsors/*promotori* own only *azioni speciali* of the listed SPAC.

⁸⁷ See e.g. Made in Italy 1, *Documento di Ammissione*, 2011, p. 16; Innova Italy 1, *Documento di Ammissione* 2016, p. 66; Archimede, *Documento di Ammissione*, 2018, p. 104. The reform of Italian company law of 2003 has introduced the atypicality of shares so that different classes of shares can be freely issued, on *azioni speciali* see C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004.

disadvantage of possibly forcing a non-optimal business combination) and subordination to common shares in case of liquidation (again, to signal the commitment to the business combination, but with the disadvantage of pushing even a non-optimal one) (iii) intransferability for a given period of time.⁸⁸ The structure (in terms of rights and obligations) of the *azioni speciali* tries to align the sponsors'/*promotori* incentives to those of (the IPO and secondary market) investors, signalling their reputational and professional capital, but its major objective is to remunerate the sponsors'/*promotori* in the event of the business combination with the practical effect of possibly distorting the alignment factor.⁸⁹ This remuneration structure, which is fixed and disclosed in the *Documento di Ammissione* already at the time of the SPAC-IPO, occurs according to the conversion of *azioni speciali* in *azioni ordinarie* of the company resulting from the business combination, according to a complex rule, including a so-called *rewarding multiplicative coefficient* (RMC, *coefficiente moltiplicativo premiante*), a kind of earnout.⁹⁰ The RMC provides that sponsors'/*promotori* get typically 5, 6 or 7 *azioni ordinarie* of the company resulting from the business combination for each *azione speciale* of the SPAC, but the mechanics of the conversion can be very complex in relation to its timing and conditions.⁹¹ Indeed, the conversion, after a first tranche conversion of 20% to 35% of the *azioni speciali* into *azioni ordinarie* at the time of the business combination, is usually sequentially staged and conditional on the share price reaching predetermined levels.⁹²

⁸⁸ M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni*, cit.

⁸⁹ For a critic of the common alignment narrative and on earnouts see M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Is SPAC Sponsor Compensation Evolving? A Sober Look at Earnouts*, in *Stanford Law School WP 567*, 2022.

⁹⁰ The rewarding multiplicative coefficient can be quite complex in linking the sponsors'/*promotori* remuneration to the performance of the listed company. With some differences it is similar to the remuneration schema (earnouts) described by M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Is SPAC*, cit.

⁹¹ The *statuto* sometimes provides also the conversion of *azioni speciali* in *azioni ordinarie* on the basis of the RMC also in the case of removing directors as a way of avoiding hostile takeovers, see M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni*, cit., p. 744.

⁹² This means that the conversion includes only a fraction of the *azioni speciali*, depending on the appreciation (in terms of thresholds) of the value of the shares of the listed company resulting from the business combination, so that

SPAC-IPO investors (as mentioned, mainly institutional investors) get (i) ordinary shares (*azioni ordinarie*) issued for the company's capital increase which have typically an offering price of €10 and (ii) warrants, which,⁹³ contrary to the U.S., are detached from ordinary shares and traded separately already from the first day of the shares' negotiations on AIM Italia after the SPAC-IPO. Warrants are commonly granted at two stages: (i) at the SPAC-IPO stage and (ii) at a second stage after the business combination.⁹⁴ They are granted based on a numerical relationship with the subscribed *azioni ordinarie*, which

sponsors/*promotori* are apparently incentivized to find a value-maximizing business combination, see M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni*, cit., p. 744. For instance, in the case of Archimede (listing 21.05.2018), according to the data at 105 of the *Documento di Ammissione*, the conversion was 7 *azioni ordinarie* for 1 *azione speciale* (100,000 *azioni speciali*) with the following timing: 30% (30,000 *azioni speciali*) after the business combination; 30% (30,000 *azioni speciali*) after 48 months after the business combination the share price has been more or equal than €11.5 for a specified period of time; 30% (30,000 *azioni speciali*) after 48 months after the business combination the share price has been more or equal than €13 for a specified period of time; 10% (10,000 *azioni speciali*) after 48 months after the business combination the share price has been more or equal than €15 for a specified period of time. As mentioned, this system is functionally similar and partially replicates the “earnout” mechanism as described by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 247; for a critic on earnouts, see also M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Is SPAC*, cit. We also note that in some cases the conversion rate changed depending on the time of conversion: for instance in the case of SPAXS (85 of *Documento di Ammissione*) 20% of the *azioni speciali* were converted at the time of the BC in a relationship of 6 *azioni ordinarie* for 1 *azione speciale*, while later on at the time of the BC it was decoded that, depending on same conditions, 80% of them were converted for 8 *azioni ordinarie* for 1 *azione speciale*.

Sometime sponsors/*promotori* get not only *azioni speciali* to be converted in *azioni ordinarie* of the company resulting from the business combination, but also some warrants. Furthermore, sometimes sponsors/*promotori* buy also *azioni ordinarie* on the secondary market after the SPAC-IPO and this is identified by the communication on internal dealing base on the Market Abuse Regime, because they are also directors/managers of the SPAC.

⁹³ In the case of SPAXS and REVO the financial instruments are not called warrant, but *diritti di assegnazione* (rights of attribution) with the same function of warrants.

⁹⁴ Second stage warrants seem functionally to replicate the rights (combined in an unit with shares and warrants) in the U.S., as described by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 258, which are present in about one-third of their sample (249), who write «Where rights were included in units, they allowed the holder to acquire one-tenth of a share at the time of the merger at no cost».

can be different in the two stages (see Sect. 4.2.1. and Appendix 3 for more details).⁹⁵ The second assignment of warrants is postponed because warrants are distributed to encourage the approval of the business combination to non-dissenting shareholders, who vote in favour of it, in order to minimize the number of redemptions (in the form of withdrawal rights, i.e. *recessi*).⁹⁶ It has to be mentioned that retail investors who buy shares on the secondary market receive the warrants of the second tranche (de-SPAC stage warrants) if they do not exercise their redemption right (in the form of withdrawal rights) and exit the SPAC but instead participate in the BC. To the extent that retail investors get warrants in the second tranche (de-SPAC stage) and do exercise them, the dilution effect of warrant is reduced for them. Indeed, both types of warrants (first and second stage) give the right (but not the obligation) for a period of time after the business combination (e.g., 5 years) to subscribe so-called *azioni di compendio* of the company resulting from the business combination (i.e. *azioni ordinarie* coming from the exercise of the warrant) which are issued to serve the exercise of the warrant. The exchange rate (so-called *rapporto di esercizio*, i.e. how many *azioni di compendio/ordinarie* for 1 warrant) can be fixed (e.g. 1 *azioni di compendio/ordinarie* for 1 warrant) or more commonly is variable.

As regards the business combination, it requires several steps. The first one is the announcement of the BC where the board of directors of the target company and the SPAC publicly announce to the market the agreement and the major characteristic of the deal. The day after the announcement of the BC, negotiations on AIM are interrupted until the

⁹⁵ So, for instance in the case of Made in Italy 1 (listed on 27.06.2011) warrants were granted only at the SPAC-IPO stage at a ratio of 1 warrant per 1 *azione ordinaria* subscribed; the same pattern was adopted in the case of GreenItaly1 (listed on 27.12.2013). In the case of GlenaltaFood (listed on 10.11.2015) in the stage of the IPO 1 warrant was assigned for 2 subscribed *azione ordinarie*, and in the BC stage 1 warrant was assigned for 2 owned (i.e. not redeemed) *azioni ordinarie*. In the case of Innova Italy 1 (listed on 19.10.2016) in the stage of the IPO 2 warrants were assigned every 10 subscribed *azioni ordinarie* while at the BC stage 3 warrants were assigned every 10 owned *azioni ordinarie*.

⁹⁶ In this case warrants are issued and assigned to the *azioni ordinarie* in circulation at the date around the effectiveness of the business combination. The SPACs in which de-SPAC warrants were not granted were e.g. MadeInItaly1 (2011) and GreenItaly (2013).

publication of the informative document in the event of a business combination according to Article 14 *Regolamento Emittenti*.⁹⁷ With respect to the mechanisms of the BC between the listed SPAC and the target company, it can be realised in three ways:⁹⁸ (i) the purchase of the assets of the target company by the SPAC, (ii) the purchase of a shareholding in the target company by the SPAC,⁹⁹ (iii) but most commonly by a merger between the two companies which can be of two types with the same practical result of having the target company listed: (a) the target company merges into the listed SPAC (which is the most common practice)¹⁰⁰ or (b) the listed SPAC merges into the target company.¹⁰¹ The business combination is usually realised by way of a reverse takeover according to Article 14 *Regolamento emittenti* AIM Italia. The legal notion of reverse takeover is quite flexible and includes a substantial modification of the business activity of the SPAC.¹⁰² Most importantly, the application of the reverse takeover notion serves for the obligation to publish a particular disclosure document (*Document*

⁹⁷ See 36 *Regolamento Emittenti*: we observe that this rule is rarely applied and negotiations of both shares and warrants continue after the announcement of the business combination. The same solution seems to have been adopted in the U.K. system, see B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 13. See also A.M. PAUL, *Jumping*, cit., p. 48, reporting that about 40% of listed U.K. SPACs have their trading suspended and 47 for the FCAs' opinion that suspension of trading can be valuable in cases where the SPAC is unable to inform correctly the market about the deal but with the consideration, at 49, that retail investors may profit from a rule of continuous trading because of the signals coming from the markets, based on the analysis of T. JENKINSON and M. SOUSA, *Why SPAC investors should listen to the market*, in *Journal of Applied Finance*, 2011, p. 38 ss., 41.

⁹⁸ Partially similar P. DE BIASI, *La SPAC*, cit., p. 722.

⁹⁹ This was the case for EPS buying 100% of ICF: in this case the SPAC resources were granted to the selling shareholders and not to the target company. This was the case also for SPAXS buying about 91% of Banca Interprovinciale and then merging SPAXS in Banca Interprovinciale; REVO buying 100% of Elba Assicurazioni and remaining listed on AIM Italia.

¹⁰⁰ This was the case for Made in Italy 1 with Sesa; GreenItlay 1 with PrimaVera; GelenaltaFoodd with Orsero; InnovalItaly 1 with FineFood; Crescita with Cellulireline; Glenalta with CFT; Sprint Italy with Sicit; TheSpac with Franchi Umberto Marmi s.p.a.

¹⁰¹ This was the case for Industrial Stars of Italy with LuVE; Capital for Progress 1 with GPI; Industrial Stras of Italy with SIT; Industrial Stars of Italy 3 with Salcef; ALPI with Antares; Archimede with Net Insurance; Gear1 with Comer.

¹⁰² On the U.K. reverse takeover, see B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 13.

Informativo) which integrates, as a typical securities regulation disclosure instrument, the company law documents produced by the two companies to reach the business combination.¹⁰³

The role of redemption rights is played in Italy by withdrawal rights (*diritti di recesso*, functionally similar to redemption rights in the U.S. system).¹⁰⁴ Withdrawal rights for the *azioni ordinarie* in the AIM Italia SPAC context play a very important role because they are granted only to shareholders who do not approve the business combination,¹⁰⁵ and if they reach a given percentage (30% or 33%),¹⁰⁶ the business combination cannot be realised.¹⁰⁷ This is contrary to the U.S. system

¹⁰³ Where there is no reverse takeover and, as a consequence, there is no *Documento informativo*, there is another document called *Documento di ammissione*, which basically replicates the content of the *Documento informativo*. Of the 18 BCs of our AIM Italia sample, the *Documento di ammissione* was done for: Capital for Progress 1 BC with GPI, ISI2 BC with SIT and Archimede BC with NetInsurance.

¹⁰⁴ The redemption rights of the U.S. system seem to resemble the *azioni redimibili* of the Italian system (Article 2437-*sexies codice civile*) but we use the English translation of the instrument used in Italian SPACs which is *diritto di recesso* (withdrawal right), according to Article 2437 *codice civile*. While the general rule is the *diritto di recesso* in some cases like Industrial Stars of Italy 4 (IPO 8 July 2021), there was a *diritto di recesso* (both *convezionale* and *statutario*) together with the *diritto di riscatto* (see *Documento di Ammissione*, 10). The economic substance of withdrawal rights is, as for redemption rights, to subtract resources from the business combination giving them back to the exiting non-approving shareholders. We use the same term of “withdrawal right” as used by the communications in English to the market. On the system of Italian withdrawal rights, see P. BUTTURINI, *Long Lasting Companies and the Withdrawal Right in Italy*, in *Italian Law Journal*, 2021, p. 905 ss.

¹⁰⁵ This is an obligation coming from the charter of the SPACs, company law (Article 2364 *codice civile*) as well as capital market regulation (see Article 8 and 14 *Regolamento emittenti* AIM Italia). According to B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 15, in the U.K. the rule is anchored to the trading venue and mixed providing for no approval in case of standard-listed SPACs to approval in case of AIM SPACs. In the U.S., the approval by the shareholder meeting is not an obligation but is sometime provided for.

¹⁰⁶ Most SPACs have a percentage of 30% while e.g. Crescita and Glenalta present a level of 33%.

¹⁰⁷ Withdrawal rights are granted because the SPAC changes *oggetto sociale*, as a result of the business combination according to Article 2437.1 *codice civile* and Articles 2437, 2437-*bis* and -*ter codice civile*; for a discussion see V. DONATIVI and P. CORIGLIANO, *Le SPAC*, cit., p. 21. So, for instance, Capital for Progress 2 had a withdrawn percentage of 57,38 (3.729.949 shares) and no shares were offered in

where redemption rights can be very high without prejudicing the business combination and, as mentioned in Section 2, can be exercised also by those shareholders who vote in favour of the de-SPAC transaction.¹⁰⁸ Withdrawn shares are firstly offered in option to the other shareholders (*diritto d'opzione*),¹⁰⁹ and then, if not placed to them, are reimbursed by the SPAC (at a price generally between €9 and €10) and then nullified.¹¹⁰ We note that the fact that withdrawn shares are firstly offered in option to the other shareholders can operate as a mechanism to limit the diversion of financial resources useful for the business combination and provide approving shareholders, who have optimistic views about the BC (possibly also institutional investors), with an opportunity to increase their stakes in the company resulting from the BC.¹¹¹ Summarising, the Italian redemption mechanism (technically in the form of a withdrawal right) has the practical results of (i) blocking the business combination if larger than 30% or 33%, (ii) allowing only non-approving shareholders to have their shares reimbursed, (iii) subtracting financial resources (outside the exercise of the *diritto d'opzione*, up to 30% or 33% minus one share of the *capitale*

option. Consequently, the SPAC was liquidated. Industrial Stars of Italy 3 had a withdrawn percentage of 34.31% (5.146.806 shares) but 684.090 shares were optioned by the other shareholders so that the business combination with Salcef Group could be realized.

¹⁰⁸ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 240.

¹⁰⁹ According to Article 2437-*quater codice civile*. The price of the shares offered in option usually equals the price offered for the withdrawn shares.

¹¹⁰ Unfortunately, it is not possible to analyse the extent to which retail investors exercise their withdrawal rights more or less than institutional investors because the official *comunicati* on *diritti di recesso* provide only the aggregate value and do not differentiate among investors.

¹¹¹ It is not possible to provide here a complete picture of the relationship between withdrawn shares and withdrawn shares purchased through *diritto di opzione*, but we note for instance that in the case of Greenitaly 1 (IPO 2013) 945,200 shares (27% of the total *azioni ordinarie*) were withdrawn and 321,696 were purchased through *diritto di opzione* so that at the end only 623,504 (17.8% of the total *azioni ordinarie*) were withdrawn. The *comunicati* do not report the names of the shareholders who get the *azioni* purchased through *diritto di opzione*, but it is reasonable to assume that possibly also sponsors/*promotori* do buy them.

sociale) from the escrow account of the SPAC, so diminishing the financial resources available for the business combination.¹¹²

4. *The empirical analysis*

In this Section, we conduct the empirical analysis of AIM Italia SPACs running from 2011 to the end of 2023. After examining the empirical evidence of SPAC activity worldwide, we outline our data collection algorithm and proceed with a descriptive analysis of our constructed sample. Considering the extensive research on the topic, we focus on the debatable issues of SPACs' dilution costs, their long-run underperformance, and on the role of warrants, which are usually awarded to investors in SPACs at no extra cost.

SPACs first sparked interest among academics in the early 2010s. At that time, several papers examined the nascent sample of U.S. SPACs, primarily analysing SPAC investor returns.¹¹³ Another paper studied a small sample of all 19 European SPACs from 2005 to 2010, providing initial evidence of their stock performance.¹¹⁴ These papers uniformly emphasized the considerable long-run underperformance of SPACs, raising questions about their efficiency in bringing private firms public.

¹¹² While the cost structure of the business combination we analyse in the second research question is the same for all 18 AIM Italia SPACs (i.e. in terms of: *azioni speciali* dilution, warrant dilution, IPO and BC fees and finally redemption costs), we do not consider single contractual solutions that sometimes characterize single BCs. So for instance, in the case of Made in Italy 1 BC with Sesa spa also *azioni riscattabili* (particular shares *ex* Article 2437-*sexies codice civile* that give the company the right to redeem them from the shareholders) were provided for in the company resulting from the BC. In the case of the BC between InnovalItaly and FineFood *azioni a voto plurimo* were introduced according to Article 2351.4 *codice civile*. These contractual solutions which integrate the BC serve the purpose of granting/protecting some interests but do not change the mechanic of the dilution coming from *azioni speciali* and warrants that we analyze.

¹¹³ See T. JENKINSON and M. SOUSA, *Why SPAC*, cit.; V. DATAR, E. EMM and U. INCE, *Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs*, in *Banking & Finance Review*, 2012, p. 17 ss.; D. CUMMING, L.H. HAN and D. SCHWEIZER, *The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs*, in *Journal of Banking & Finance*, 2014, p. 198 ss.; J. KOLB and T. TYKHOVA, *Going Public*, cit.

¹¹⁴ E. IGNATYEVA, C. RAUCH and M. WAHRENBURG, *Analyzing European SPACs*, in *Journal of Private Equity*, 2013, p. 64 ss.

As the number of SPACs increased dramatically in 2021-2022, this attracted renewed interest in the topic. Apart from re-examining evidence on the long-run underperformance,¹¹⁵ several studies closely scrutinized the role of sponsors and the considerable dilution costs impacting the value of SPACs and, with an updated sample, highlighted how the high dilution costs of average SPACs inflict losses on genuine investors who retain shares through the business combination with the target.¹¹⁶

Very few papers have examined the performance of SPACs outside the United States. Apart from an early paper already mentioned above,¹¹⁷ one paper analysed the performance of 153 Korean SPACs in Asia,¹¹⁸ while another looked at the foreign targets sample of the U.S. SPACs.¹¹⁹ In the Italian setting, scholars analysed a sample of Italian SPACs from 2011 to 2020, with a focus on examining aspects of share value dilution and the short-run performance of firms involved in business combinations.¹²⁰ Another paper took a broader perspective, studying an international sample of global SPACs.¹²¹ Interestingly, this paper is the only one that confirms our findings of significantly better long-term, post-merger performance of SPACs in Europe.

4.1. *Data collection and sample description*

¹¹⁵ R. ADAMI, S. MATHEW and S. SIVAPRASAD, *Global SPACs*, available under *ssrn.com*, 2023; M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *SPACs*, cit.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.; F. KIESEL, N. KLINGELHÖFER, D. SCHIERECK and S. VISMARA, *SPAC merger announcement returns and subsequent performance*, in *European Financial Management*, 2023, p. 399 ss; F.Z. FENG, T. NOHEL, X. TIAN, W. WANG and Y. WU, *The incentives of SPAC sponsors*, available under *ssrn.com*, 2023; B. BURNETT, A. GHOSH and L. KONG, *Information Risk and Stock Returns of Companies Going Public by Merging with SPACs*, in *Olin Business School Center for Finance & Accounting Research Paper No. 2022/02*.

¹¹⁶ R. HUANG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *IPOs and*, cit.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.; M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Was the*, cit.

¹¹⁷ E. IGNATYEVA, C. RAUCH and M. WAHRENBURG, *Analyzing*, cit.

¹¹⁸ H.C. KANG and S. LEE, *SPACs and the COVID-19 Pandemic: Evidence from Korea*, available under *ssrn.com*, 2023.

¹¹⁹ E. EMM, B. HAN and B. LI, *Cross-Border Acquisitions: The Case of Spacs*, available under *ssrn.com*, 2023.

¹²⁰ R. FERRETTI and A. CASTELLI, *Le Special*, cit.

¹²¹ R. ADAMI, R. MATHEW and S. SIVAPRASAD, *Global SPACs*, cit.

The empirical analysis aims (i) to examine descriptive statistics on the average-typical AIM Italia SPAC (Section 4.2) and, more interestingly, (ii) to analyse the extent of retail investor involvement in AIM Italia SPACs on the secondary market (Section 4.3), (iii) to provide a statistical analysis of the cost structure of AIM Italia SPACs, as indicated by (a) the dilution costs caused by special shares (i.e., the sponsor/*promotori* promote), (b) the dilution costs caused by warrants given to investors at the IPO stage and de-SPAC stage, (c) underwriting fees, and (d) BC fees, as possibly exacerbated by the exercise of withdrawal rights (i.e. functionally the U.S. redemption rights) (Section 4.4), and finally, (iv) to analyse the long-run performance of the listed legal entity resulting from the business combination (Section 4.5).

4.2. *Descriptive statistics on the average AIM Italia SPAC*

The targets of our analysis are pure SPACs that were listed in Italy under Italian legislation following the first one in 2011, successfully raised funds, and either acquired an operating company or were dissolved after the statutory period of existence. While solid statistics on SPAC activity are now available for the U.S. market,¹²² European coverage is either patchy or limited to the last several years only.¹²³ The majority of the articles use data from Refinitiv Global New Issue or M&A databases, and our initial attempt to collect data on Italian SPACs was based on all Italian “Blank Check Companies” contained in these databases.

Various sources indicate that the first SPAC in the U.S. went public in 1993 and raised \$12 million.¹²⁴ However, the Refinitiv database starts decent coverage of the deals only from 2004. Moreover, it contains only 22 Italian SPACs, with the first SPAC recorded in 2013. Nevertheless, a casual internet search clearly showed that some SPACs were listed in Italy prior to this year. Therefore, we decided to identify Italian SPACs through an internet search on the Italian Stock Exchange

¹²² <https://spacinsider.com/stats/> or <https://www.spacresearch.com/> are the most known data sources for U.S. data.

¹²³ <https://www.whitecase.com/publications/insight/european-spacs-data-hub>.

¹²⁴ <https://www.wsj.com/articles/they-created-the-spac-in-1993-now-theyre-reaping-the-rewards-11615285801>. Last accessed on 15/05/2022.

and main financial media, using Refinitiv data only for summary statistics on worldwide SPAC activity.

Our initial search indicated 35 potential SPAC deals from 2011. After excluding deals done under Luxembourg listing laws (1 deal), privately placed bonds (2 deals), private closed funds (1 deal), listing facilitating intermediaries (1 deal), spin-offs of previously listed SPACs (1 deal), we were left with 29 SPACs. To study the behaviour of institutional versus retail investors, we excluded 5 SPACs listed on the MIV market, leaving us with 24 AIM Italia SPACs. Although relatively small by scientific standards, this sample compares favourably to recent articles on SPACs and analyses the largest sample on Italian SPACs, one of the most active SPAC markets in Europe.¹²⁵

How does SPAC activity in Italy compare to other countries, particularly in Europe? Figure 1 illustrates that the vast majority of all listed SPACs originate from the U.S., with 66% of all deals and 80% of the total deal value concentrated in the United States. Less than a tenth of all deals have occurred in Europe. Intriguingly, the last two years have seen a significant decline in the predominance of U.S. deals. The data indicates that even though total SPAC activity has decreased in the post-Covid era, some countries, such as Canada and South Korea, have emerged as global leaders in SPAC listings. For instance, in South Korea, over 160 SPACs were listed in 2022-2023, compared to only 91 in the U.S. during the same period, and in contrast to just 153 SPACs listed in South Korea prior to 2022.¹²⁶

¹²⁵ For example, the seminal work of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit. studies only 47 U.S. SPACs listed in 2019-2020 years.

¹²⁶ H.C. KANG and S. LEE, *SPACs and*, cit.

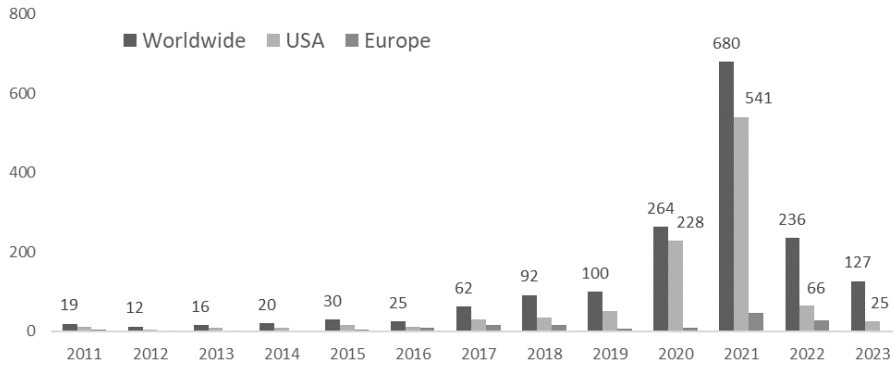


Figure 1. Number of completed SPACs listed worldwide and in the U.S. and Europe separately in 2011 - 2023. Data source: Refinitive Eikon and author's calculations.

Italy, with its 29 overall SPACs and 24 AIM Italia SPACs, is a relatively small SPAC market, accounting for only 1.5% of all worldwide deals by volume and 1% by value. However, compared to the European market, Italy represents 17% of all European SPACs by volume and 12% by value, with total proceeds raised by Italian SPACs amounting to \$3.5 billion. This makes it the second-largest SPAC market in Europe, trailing only the United Kingdom, where SPACs raised over \$10 billion in the studied period.

Figure 2 illustrates the relative sizes of the European and Italian SPAC segments by value and their dynamics over time. The data clearly shows SPAC waves, similar to IPO issuance trends, with local peaks of activity in 2007-2008, 2010-2011, and more recently in 2017-2021. Unlike in Europe, Italian SPAC activity appears to have been put on hold from 2018, with only 3 SPACs listed since then. This contrasts with the frenzy of SPAC listings in the U.S. and Europe in 2021. Notably, no SPACs were listed in Italy during the 2022-2023 period, coinciding with a considerable decline in worldwide SPAC activity during the same period.

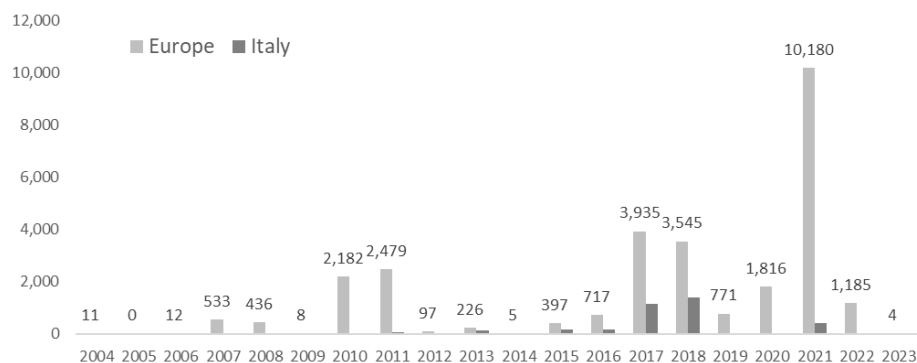


Figure 2. The funds raised by SPACs in Italy and Europe from 2004 to 2023 in millions USD. Data source: Refinitive Eikon and author's calculations.

In Table 1, we provide some descriptive statistics of our final sample of 24 AIM Italia SPACs across the years. In total, they have raised just under three billion Euro, with an average SPAC collecting 125 million Euro. This amount is slightly above 90 percent of the maximal target funds that each SPAC was aiming for.¹²⁷ The average size of AIM Italia SPACs has continuously grown over the years, increasing from an average of 50 million Euro collected in 2011 to an average of 169 million Euro in 2021. The flotation costs of SPACs are, on average, 1.6 percent of the raised funds, which is much lower than the average IPO costs of 7 percent in the U.S. or 4 percent in Italy.¹²⁸

The period of 2017-2018 appears to have been the golden era of AIM Italia SPAC activity, when two-thirds of all funds were raised in 9 SPACs. However, more than one-third of SPACs listed in these two years failed to find an acquisition target and were later dissolved. Interestingly, in all other years under study, the SPACs analyzed were successful in identifying and forming business combinations with selected targets.

¹²⁷ This information was sourced from the listing prospectuses.

¹²⁸ See, respectively, H.-C. CHEN and J. RITTER, *The Seven Percent Solution*, in *Journal of Finance*, 2000, p. 1105 ss., and D. BOREIKO and S. LOMBARDO, *Italian IPOs: Allocations and claw back clauses*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 2011, p. 127 ss. This figure however does not include the underwriters' commission for the services rendered at the stage of business combination. Such fees are not disclosed in the prospectuses but might represent a substantial additional cost.

Year	N	BC formed	Failure rate	Collected funds, €m	Average Targeted funds, €m	Average Funds collected, €m	Average Offering costs, €m
2011	1	1	0%	50.0	60.0	50.0	1.5
2013	2	2	0%	85.0	62.5	42.5	1.1
2015	2	2	0%	131.0	72.5	65.5	1.2
2016	2	2	0%	150.5	110.0	75.3	1.1
2017	8	5	38%	1,083.0	141.9	135.4	1.3
2018	7	4	43%	1,157.0	175.3	165.3	2.0
2021	2	2	0%	338.0	185.0	169.0	2.6
Total	24	18	25%	2,994.5	136.8	124.8	1.6

Table 1: SPAC Activity in Italy from 2011 to 2023. “BC Formed” refers to the number of SPACs that successfully acquired a target within the statutory timeframe. *Data source:* SPACs listing prospectuses and press releases.

Of the six AIM Italia SPACs that were dissolved and returned the money to investors, one was liquidated because the shareholders' meeting failed to reach the minimum required number of votes to approve the proposed target.¹²⁹ Three SPACs failed to locate targets deemed worth investing in,¹³⁰ and two SPACs were liquidated due to a high volume of share redemptions (in the form of withdrawal rights) by their shareholders.¹³¹

Legally speaking, the SPAC entity is typically created three to four months before the official listing, on average. However, this period can be as short as one month or extend up to eleven months, particularly for the very first SPACs between 2011-2015. On average, the 24 AIM Italia SPACs sought a target for around eleven months. The minimum period is one to two months,¹³² and the maximum is exactly two years — the official lifespan of a SPAC. The official shareholders' meeting that must

¹²⁹ This SPAC is IDEAMI listed in 2017.

¹³⁰ These SPACs are VEI1, Life Care Capital and Gabelli Value for Italy all listed in 2018.

¹³¹ These SPACs are SPACTIV listed in 2017 where the redemptions were above the 30% limit: 43.50%, and Capital for Progress 2 listed in 2017 57.4% with a limit of 30%.

¹³² Archimede (2018) was listed with a potential target already identified, which it duly disclosed in the listing prospectus.

approve the business combination typically follows the announcement within an average of two months (ranging from two weeks to five months). The final actual date of the merger is, on average, four months later, but it can be as distant as one and a half years.

All auditing firms of the Big Four group participated to some extent in certifying the SPACs' financial documents. However, until 2017, only KPMG S.p.A. was actively involved in SPACs' business. Overall, it had the largest market share, being the auditor of 17 SPACs (70% of the total sample). PricewaterhouseCoopers S.p.A. was employed in the management of 5 SPACs, while EY S.p.A and Deloitte & Touche S.p.A. were the auditors of one SPAC each.

4.2.1. *Warrants*

As a standard procedure, the initial IPO investors in AIM Italia SPACs receive not only common shares but also warrants – financial instruments that grant the holder the right to acquire shares at a predetermined price (IPO-stage warrants). These warrants are freely detachable from the shares and represent a separate financial instrument that is also traded on the secondary market. The exercise price is set above 10 Euro, the initial price of a SPAC share, ensuring that the warrant, or the call option, is out-of-the-money and therefore not immediately exercisable. The standard practice for AIM Italia SPACs is to set the lifespan of the warrants at 5 years from the effective date of the business combination with the target. However, there have been exceptions; in one case, the lifespan was set to 2 years, and in another, the warrants had no time limit.

Warrant characteristics	Min	Average	Median	Max
Average lifetime, years	2	-	5	Infinite
Number of warrants granted	940,000	8,297,500	7,500,000	30,000,000
Total warrants per share	0.2	0.6	0.5	1.0
Total warrants per share granted at listing	0.1	0.31	0.2	1
Total warrants per share granted at BC	0	0.33	0.3	0.8
Warrant price at listing, Euro	0.47	1.07	1.00	1.75
Average warrant price, Euro	0.19	1.03	0.77	2.68

Table 2. AIM Italia SPAC warrants. Data source: SPACs listing prospectuses and Borsa d'Italia trading price data.

Table 2 presents some statistics about AIM Italia SPACs warrants. On average, investors receive 0.6 warrants per share, or 0.5 if we consider the median. In 30% of the cases, the number of issued warrants equals the number of issued shares. A key feature is that warrants are not distributed entirely at listing. Typically, investors receive only a fraction at the SPAC-IPO stage – around 40% of the total warrants, with the remainder being awarded in the event of a successful business combination (de-SPAC stage warrants). This approach aims to incentivize the shareholders' meeting to approve the business combination.

At the start of listing, warrants are priced between 0.47 and 1.75 Euro (i.e., approximately 5% to 17.5% of the underlying SPAC share price), with the median value being exactly 1 Euro. The average price during the warrant's lifespan is also around 1 Euro. However, this average varies considerably across different SPACs, influenced by factors such as the target search process, post-merger performance of the share, calling of warrants by issuers in case of significant price increases, and other factors.

4.2.2. *The role of sponsors/promotori*

Many SPAC studies emphasize the critical role of sponsors in the success of SPACs. Sponsors are teams of professionals with a track record in successful mergers, industry experience, or capital raising, who invest risk capital and incur considerable expenses during the pre-

IPO stage of each SPAC on various legal and general costs. In the Italian context, given the small number of overall SPACs in the last 10 years, it is noteworthy that 8 SPACs (exactly one-third of our 24 AIM Italia SPACs sample) were created by 3 groups of sponsors/*promotori*.¹³³ Some sponsors/*promotori* appeared to plan the launch of several SPACs, as indicated by names often containing the suffix “1,” though this has not materialized to date.¹³⁴

The offering costs of SPACs are significant - the average expense for setting up and listing a SPAC is 1.6 million Euro but can be as high as 4 million.¹³⁵ These costs are covered by the sponsors/*promotori*, who invest substantial amounts of their own capital in each SPAC. In return, they receive special SPAC shares (*azioni speciali*) that are not traded but are partially converted into ordinary shares (*azioni ordinarie*) of the company resulting from the business combination if successful. The remainder of the special shares is converted upon achieving specific business milestones,¹³⁶ typically substantial post-merger share price appreciation (see Section 3.2). Some statistics on sponsors' involvement are highlighted below:

- Sponsors set-up the SPAC legal entity with the initial share capital of around 125,000 Euro on average, and total range of 50 – 500 thousand Euro.
- Prior to IPO, the sponsors inject additional capital by means of a share capital increase, or, more often, by buying out all special shares of the SPAC. In 6 (25% of the total) SPACs, some of the sponsors also pledge to buy 5-10% of the ordinary shares to be sold to investors.
- Average sponsor teams' investment is above five million Euros (exactly 5% of raised funds in the IPO on average), though this sum varies from the minimum of one million to the maximum

¹³³ These sponsors/*promotori* launched a sequence of SPACs, as in the case of Industrial Stars of Italy team that launched 4 SPACs, Glenalta with 2 SPACs, and Capital for Progress with also 2 SPACs.

¹³⁴ Made in Italy 1, Greenitaly 1, Innova Italy 1, etc.

¹³⁵ Excluding additional fees of the underwriters that are in most cases are not disclosed in the prospectuses.

¹³⁶ So-called earnouts using the term of M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Is SPAC*, cit.

of 23.5 million Euro. Overall, the sponsors contribute from 2% to 24% of the funds raised by each SPAC.

- To align the interests of sponsors and general investors, similar to normal IPOs, it is a widespread practice for sponsors to lock-up their shares, once converted from the special ones.¹³⁷ The median period is one year, the average is 16 months, but it can be as long as 2 or 5 years in some SPACs.

4.3. *SPACs' investment patterns between institutional and retail investors*

Given the minimum investment size and the projected maximum offering sizes ranging from 47 to 600 million Euro, the size of the initial investors' pool in AIM Italia SPACs-IPO is relatively small, with a maximum of 500 to 1500 investors. This leads to three interesting research questions.

Firstly, to what extent is SPAC investment the domain of qualified investors (institutional investors and wealthy individuals), i.e., is there any participation by retail investors at all? Many authors note that SPAC investment is relatively profitable and low-risk, given the package of warrants distributed with shares in allocation. Do retail investors have an opportunity to participate and earn decent returns? It is known that they are generally excluded from the initial offering (IPO), but in the secondary market (AIM generally or STAR segment for some larger post-merger entities), the shares are freely traded, and retail investors are free to buy them. However, if retail investors are not active in the secondary market, it suggests a lack of interest on their part and the possibility that they would not have participated in the initial allocations even if given the opportunity, both points indicating no discrimination against retail investors. Therefore, our first hypothesis is:

H1: Retail investors do not participate in SPAC investment, both in the initial allocation and in the secondary market.

¹³⁷ As for IPOs, see D. BOREIKO and S. LOMBARDO, *Lock-up clauses in Italian IPOs*, in *Journal of Applied Financial Economics*, 2013, p. 221.

The share allocations in IPOs are often quoted as lucrative and profitable, given the average underpricing,¹³⁸ leading to excess demand for shares and rationing in the allocation process. Is the same observed in SPACs listings? If so, we would expect to see relatively high stakes of initial SPAC investors maintained until the business combination time and active buying of shares by investors who failed to get shares in the initial allocations. Our second hypothesis is:

H2: Institutional investors actively participate in SPACs' shares allocation process and actively buy shares in the secondary market.

A recent prominent article discusses a phenomenon of 'SPACs mafia' that actively participates in the majority of SPACs during the allocation stage.¹³⁹ We aim to analyze if a similar pattern exists in AIM Italia SPACs investments and posit our third hypothesis as follows:

H3: There is a group of institutional investors that dominate the Italian SPACs' shares allocations.

4.3.1. Retail investor participation

As previously mentioned, the initial IPO subscription for AIM Italia SPACs shares is open only to institutional investors or wealthy individuals. In our sample of 24 AIM Italia SPACs, the offering document explicitly stated that the subscription was open either to institutional investors (22 SPACs, with 2 prospectuses silent on this issue) or to wealthy retail investors (21 SPACs, with 2 prospectuses silent on this issue, and one explicitly prohibiting retail investor participation). However, in most cases, a minimum investment limit was set. Three-quarters of all SPACs specified a minimum investment ranging from 50,000 Euro (1 SPAC) to 150,000 Euro (1 SPAC), with the rest setting an entry ticket of 100,000 Euro. One quarter of SPACs did not disclose the minimum investment threshold but stated that the offer is open only to 'qualified investors' according to European/Italian legislation (see Section 3.2). Therefore, we can conclude that ordinary (i.e., non-wealthy) retail investors are excluded from the initial share allocations of Italian SPACs. Given the mentioned minimum investment amounts, it appears that only wealthy retail investors

¹³⁸ See D. BOREIKO and S. LOMBARDO, *Italian IPOs*, cit.

¹³⁹ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

participate in AIM Italia SPAC-IPOs. The question of whether ordinary, small (non-wealthy) retail investors buy shares in the secondary market is addressed below.

Since there is no comprehensive database containing all trades and the identities of buyers and sellers in public shares,¹⁴⁰ one can only use indirect evidence to gauge retail investor involvement in the SPAC investment process. Most trading exchanges collect anonymous trading statistics that disclose the time, size, and price of each trade in a particular financial instrument. We obtained such detailed trading data for our 24 AIM Italia SPACs from the listing date to the business combination or dissolution date (if no target was found) for the period from 2011 to April 2022 and analyzed the trade statistics across various periods of the SPACs' lives.¹⁴¹ We hypothesize that the size of the trade is a proxy for the nature of the buyer – smaller trades are unlikely to be executed by institutions. By examining the average trading lot sizes and the percentage of trades below a certain threshold across various periods, we can infer the level of retail investor participation.¹⁴²

¹⁴⁰ Such data in theory is available but cannot be disclosed due to the personal data protection issues. On the contrary in cryptocurrencies investments, the ledger of all transactions and quasi anonymous identities of the traders is available for public inspection and would allow conducting the analysis of retail vs. institutional investors, see D. BOREIKO and D. RISTESKI, *Serial and large investors in initial coin offerings*, in *Small Business Economics*, 2020, p. 1053 ss.

¹⁴¹ We are grateful to Borsa Italiana S.p.A. for making such data available to us for research purposes.

¹⁴² We are aware of the widespread use of algorithmic trading that in the U.S. takes up more than 60% of all the trade volume. Scheduled algorithmic trading strategies, such as *percentage of volume (POV) algorithms*, *volume-weighted average price algorithms*, and *time-weighted average price algorithms* split the large trades into smaller chunks and thus might create a problem for our analysis by concealing the institutional investor trades. Still, we believe that the extent of algorithmic trading in these infrequently traded SPAC stocks is small and does not invalidate our results.

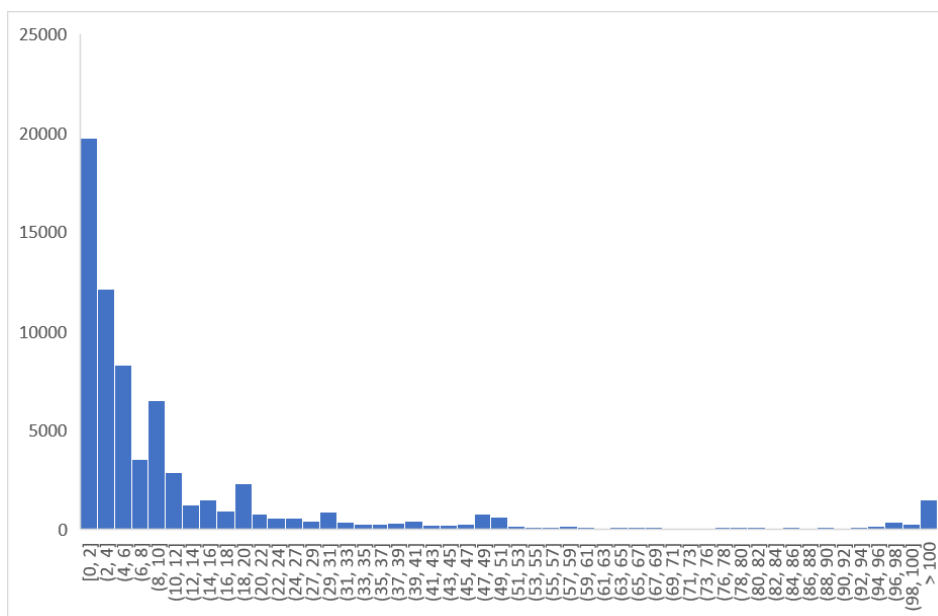


Figure 3. Distribution of trade lot sizes, '000 Euro. Data sample of trades is from 2011 to April 2022.

First, we aggregated all trades from our sample of 24 AIM Italia SPACs into one database to analyze their distribution. Since the shares of all SPACs start trading at 10 Euro, this creates a fairly uniform dataset, and we examined all the lots of shares (by value) bought or sold in the market (69,157 trades of 24 SPACs' shares from listing to forming a business combination in the period between 2021 and April 2022 inclusive). Figure 3 indicates that the sample is overwhelmingly dominated by smaller trades – more than 30% of all trades were below two thousand Euro, or approximately 200 shares per trade, and 45% of all trades were below four thousand Euro. Only 1,463 trades (around two percent of all) were above 100,000 Euro in size. This strongly suggests that trading on the secondary market in SPAC shares involves not only institutional investors, but also retail investors.

Table 3 presents the distribution statistics of the SPACs' shares turnover overall and across different periods in the lifecycle of a typical SPAC. We decided to divide the SPACs' life into several non-overlapping periods and analyze the trade sizes within these timeframes. Knowing that all shares in each SPAC-IPO are allocated to institutional investors (or very wealthy retail investors) and having

quarterly shareholders data, we selected the quarter in which the SPAC shares began trading, denoted as the Listing Quarter. The full quarter following Q0 is denoted as Q1 after listing. Another key event in the life of each SPAC is the official announcement of a proposed business combination (BC), if a target is found. We created a sub-period from the end of Q1 (or Q0 if the event occurs in the first quarter) to the announcement date, denoted as Before Announcing Target. The period between the announcement date and the general assembly date, where shareholders might reject the proposed merger, is denoted as Before Approval. If the deal is approved, there is some time from the general assembly date to the actual merger, when the new post-BC entity begins trading with a new ticker or continues trading under the old one; this period is denoted as Before BC. Alternatively, the time before the SPAC liquidation is denoted as Before SPAC Liquidation. Thus, we have six periods in total to analyze trade intensity and its quartiles.

	N of Trades	Min	First Quartile	Median	Average	Third Quartile	Max
Lot size, Euro							
All lifetime	69,157	6	1,981	4,875	16,421	10,750	10,000,000
Listing Quarter	14,349	19	2,024	4,136	10,470	9,975	2,864,880
Q1 after listing	5,381	9	2,000	5,200	13,412	10,714	1,631,443
Before announcing target	15,460	10	2,040	5,931	17,374	14,880	1,831,500
Before approval	12,384	10	2,070	6,860	27,170	19,400	10,000,000
Before BC	17,025	6	1,342	2,820	8,853	6,840	5,000,000
Before SPAC liquidation	4,558	630	2,910	9,650	34,541	43,120	764,360
N. of shares							
All lifetime	69,157	1	200	500	1,689	1,100	1,000,000

Table 3. Trading lot sizes in Euro for all SPACs across various lifecycle periods. Source: Borsa Italiana S.p.A. and authors' calculations. Data sample of trades is from 2011 to April 2022.

The trading statistics clearly demonstrate that retail investors are active participants in the secondary market. The median trading lot size

is below five thousand Euro, and the average lot size is around 16,000 Euro. The data reveals that 75% of all trades are valued slightly above 10,000 Euro. Therefore, we can confidently refute the second part of Hypothesis 1 (H1) – retail investors are indeed actively participating in the secondary market, buying and possibly later selling shares from institutional investors who initially received them during the SPAC-IPO share allocation.

When examining the various periods in the lifecycle of the 24 AIM Italia SPACs, both the means and medians indicate that the trade size steadily grows from the listing quarter and then abruptly falls in the period between the business combination (BC) approval and the actual merger. This trend suggests that retail investors are most active at the beginning of the SPAC's lifecycle, purchasing shares from institutional investors. The increase in lot size could be due to more active participation of new institutional investors in the secondary market, a topic we will address in the next section. Finally, if the merger is not approved, the average trade lot sizes reach their maximum, likely indicating the sale of stakes by institutional owners.

4.3.2. *Institutional investor participation*

To investigate the involvement of institutional investors in SPAC investments, we took a different approach and obtained data on investment funds and firms' ownership of each AIM Italia SPAC from the Refinitiv Global Share Ownership database.¹⁴³ For each SPAC, we downloaded the list of institutions that reported holding a stake at the end of each calendar quarter. Similar to the previous section, we selected various cutoff points to analyze the involvement of institutional investors in each SPAC – Q0 (end of the quarter where secondary market trading started), Q1 and Q3 (the next and the third quarter, respectively), one quarter before the business combination (BC), and the quarter of the BC (Q_BC-1 and Q_BC).

¹⁴³ Refinitiv claims to have the largest and most detailed dataset for majority of the traded instruments in all regions of the world. In fact, Refinitiv covers the ownership details of more than 36,000 investors for EMEA region. As such, we believe that if an institutional investor is active and reporting its holdings quarterly, it will be traced by Refinitiv.

We decided to examine the dynamics of shareholding of two samples of institutional investors – those who invested during the IPO allocation process or right at the start of public trading (and reported a non-zero stake at the end of Q0) and a larger sample of all investors that have ever reported a stake in a particular SPAC.

The first notable finding was the surprisingly low coverage of all the SPACs in the sample. For the total value of around three billion Euro raised in 24 AIM Italia SPACs, the Refinitiv database reported a total of less than 70 million Euro worth of stakes held at the end of the listing quarter. This accounts for only 2.5% of the value of the allocated SPAC shares. Given that we have data on the SPACs' share turnover in each quarter, we can rule out the possibility that institutional investors sold the majority of their stakes immediately after listing, leaving only residual stakes reported. The reported shareholding coverage is indeed extremely low, ranging from 0.5 to 11% across all SPACs, which merits further investigation. A casual comparison with the percentage of shares reported to be held by institutional investors of a sample of firms listed on AIM in 2017 with market capitalizations above 100 million Euro showed similarly low coverage. This raises questions about the validity and usefulness of the Refinitiv Shareholders database for this type of analysis. Nevertheless, for the purposes of studying the dynamics of institutional investors' shareholdings, we proceeded with the data at hand.

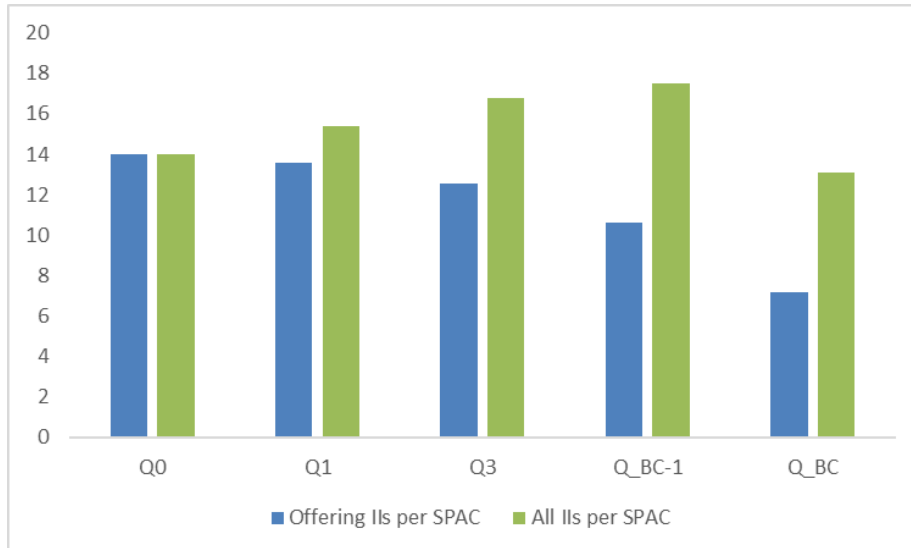


Figure 4. Average number of institutional investors at the end of the selected quarters. Source: Refinitive Eikon Shareholder Reports and authors' calculations.

The average number of institutional investors reporting ownership stakes in SPACs at the end of the listing quarter is 14. This number is slightly higher, at 16, for SPACs listed from 2017 onwards, as the earlier years might have suffered from severe underreporting (with an average of 7 institutional investors per SPAC). Over time, the number of these institutional investors that were allocated shares in the IPO decreases, as they exit their SPAC investments (dropping to 10 in the quarter before the business combination and to 7 in the final quarter of the SPAC's lifetime). However, the total number of institutional investors holding SPAC shares displays an opposite trend – it consistently increases, reaching a peak of 17 institutional investors per average SPAC at the end of the quarter prior to the business combination.

This preliminary analysis suggests that the number of institutional investors involved in SPACs is considerably higher than for peer IPOs that went public on AIM in the same period. This observation lends partial support to our second hypothesis (H2) that institutional investors not only invest at the offering stage, but also buy SPACs' shares in the secondary market. The growing involvement of institutional investors throughout the SPAC lifecycle indicates a sustained interest and active

participation in the SPAC market, contrasting with the initial allocation at the IPO stage which tends to decrease over time.

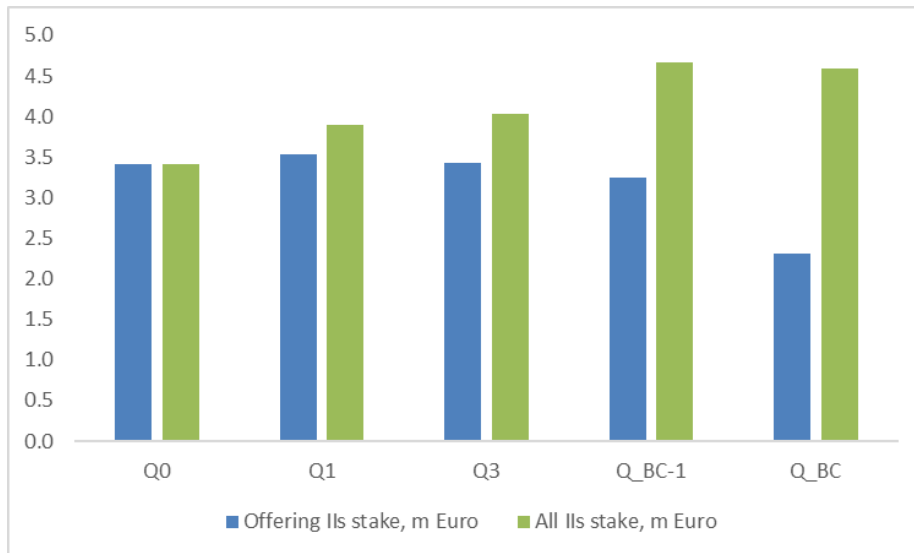


Figure 5. Average total value of Institutional investors SPACs' shareholdings at the end of the selected quarters. Source: Refinitive Eikon Shareholder Reports and authors' calculations.

Figure 5 displays the total value of all institutional investor stakes at various quarters, differentiating between offering investors and all institutional investors. This figure underscores the findings from the previous analysis – while offering investors tend to reduce their stakes (by an average of 7%), overall institutional investors accumulate SPAC shares, increasing their stakes by 40% from the listing quarter to the quarter before the business combination (BC).

An interesting observation emerges when examining the 6 SPACs that did not form a business combination and were later dissolved. These SPACs exhibited a slightly higher number of institutional investors and similar total stakes across all periods, suggesting that institutional investors are not able to differentiate *ex ante* between SPACs that will be successful and those that will fail. This lack of differentiation indicates that the decision-making processes and the criteria used by institutional investors in selecting SPACs might not effectively predict the success or failure of a SPAC's business

combination efforts. This trend also suggests a more uniform approach to SPAC investment by institutional investors, regardless of the individual characteristics or prospects of each SPAC. From one perspective it might indicate that the institutional investors are not better informed about the quality of various SPACs or skills of sponsors behind them before SPACs actually fail to deliver the merger. From the other, given that the common shares (*azioni ordinarie*) are distributed with warrants at the IPO stage and the shareholders may redeem the shares, this significantly eliminates the risk of losing money on SPAC investments, unless there is large cash expropriation due to special shares conversion and/or high SPAC running costs.¹⁴⁴

The analysis above indicates that while institutional investors increase slightly their participation and holdings in SPACs, the overall numbers remain relatively low. The average stake held by all institutional investors at the end of the quarter preceding the business combination is only around 4%. Furthermore, considering the maximum *ex ante* size of the offerings and the funds raised, only 10 out of 24 AIM Italia SPACs raised funds at the maximum limit, with the average funds raised being 89% of the planned maximum. This suggests that SPAC investment, unlike hot IPO subscriptions, is not a highly lucrative and rationed business for institutional investors, who are not constrained to buy all SPAC shares in the secondary market. This observation lends additional support to the rejection of Hypothesis 1 (H1) regarding the non-participation of retail investors.

The final hypothesis (H3) concerns whether there is a group of investment funds dominating the Italian SPAC offerings. In contrast to the U.S., where a group of hedge funds reportedly buys an average of 70% of all shares in SPAC offerings,¹⁴⁵ our analysis presents a different scenario for the Italian market. Data on all institutional investors participating in SPAC offerings reveals that seventy-seven institutional investors have taken part in at least one SPAC share allocation, with 10 of them investing in more than 10 SPACs. However, there is no significant market concentration or an Italian “SPAC mafia” – the top ten institutional investors account for only approximately one-third of all reported SPAC investments. The most involved institutional

¹⁴⁴ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

¹⁴⁵ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

investor, Kairos Partners, holds an 11% market share by investing in 18 SPAC share allocations. Moreover, in the list no big international investment funds are observed, except for several Luxembourg- or Swiss-based funds with traceable Italian origin. Therefore, we reject Hypothesis 3 (H3), which posited the existence of a group of institutional investors dominating the AIM Italia SPAC market. This lack of domination by a few players indicates a more diversified and competitive landscape in the Italian SPAC market compared to the U.S. scenario.

Investment fund	N of SPACs	Total investment, m Euro	Share of all Institutional investors' investments
Kairos Partners SGR S.p.A.	18	8.13	11.6%
Lemanik Invest S.A.	18	0.79	1.1%
Momentum Alternative Investments SA	18	6.56	9.4%
Nextam Partners SGR S.p.A.	17	1.18	1.7%
Anima SGR S.p.A.	15	3.74	5.3%
Ersel Asset Management SGR S.p.A.	14	0.72	1.0%
ERSEL Gestion Internationale S.A.	13	0.58	0.8%
ARCA Fondi SGR S.p.A	12	2.91	4.2%
Pharus Management Lux SA	11	0.27	0.4%
Symphonia SGR Spa	10	1.03	1.5%
Top 10 Institutional investors	24	25.9	37%

Table 4. Top Ten Institutional investors by number of invested SPACs. Source: Refinitive Eikon Shareholder Reports and authors' calculations.

4.3.3. Warrants trading of institutional and retail investors

The institutional investors who subscribe to the IPO-SPAC shares also receive warrants for free, known as IPO-stage warrants. These warrants typically amount to around one fifth of the number of allocated shares. In addition, they may receive additional warrants in the event of a successful business combination, provided they do not sell their shares. These additional warrants are referred to as de-SPAC stage warrants. While both IPO-stage and de-SPAC stage warrants are freely traded in the secondary market, they have a longer lifespan compared

to SPAC shares. On average, the lifetime of these warrants is fixed at 5 years. We have gathered trading data for the warrants of 24 AIM Italia SPACs and analyzed a total of 55,251 transactions dating from the year 2011 to April 2022.¹⁴⁶

Do we notice comparable trends in the trading of warrants as we do in the trading of shares? Determining whether retail investors engage in purchasing warrants on the secondary market poses a challenging question. Firstly, warrants are considered more sophisticated financial instruments, and it is not common for retail investors, with a few exceptions, to possess the expertise required to effectively construct and manage portfolios involving derivatives like warrants. Secondly, the significantly lower average number of monthly warrant trades (422) compared to SPAC shares (591) suggests that retail investor participation in warrant trading is minimal, if at all existent.

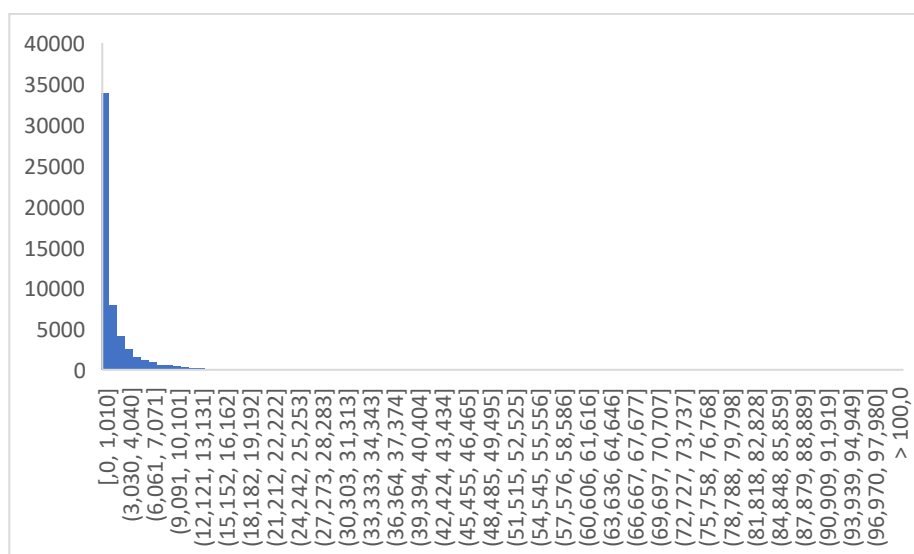


Figure 6. Distribution of warrant trade lot sizes, '000 Euro. Source: Borsa Italiana S.p.A. and authors' calculations. Data sample of trades is from 2011 to April 2022.

Figure 6 and Table 5 provide clear evidence of the relatively smaller size of the warrants market. The median trade size for warrants is 600 Euro, which is significantly lower (8 times) than that of SPAC shares. A substantial 75% of all warrant transactions are valued at less than two

¹⁴⁶ One SPAC issued two traded warrants to investors.

thousand Euro each. The distribution of trading lot sizes further demonstrates that the majority of deals involve relatively small amounts of turnover.

However, it's worth noting that when considering the number of warrants traded, the average and median values are three times higher than the corresponding statistics for common shares. Given that the number of warrants typically ranges from 20% to 50% of the corresponding shares, this indicates that warrant trades are bigger in size when measured as a percentage of all outstanding warrants. This observation might suggest that warrant trading is predominantly conducted by institutional investors.

Warrants	N of Trades	Min	First Quartile	Median	Average	Third Quartile	Max
Lot size, Euro	55,251	1	168	600	1,991	1,982	434,913
N. of shares traded	55,251	1	240	700	1,822	2,000	160,000

Table 5. Warrants trading lot sizes in Euro for all SPACs during the lifetime of warrants. Source: Borsa Italiana S.p.A. and authors' calculations. Data sample of trades is from 2011 to April 2022.

4.4. *The cost structure of AIM Italia SPACs*

As previously mentioned, our second research question involves a statistical analysis of the cost structure of SPACs, which includes:

- a) Dilution costs caused by the *azioni speciali* (i.e., the sponsor promote).
- b) Dilution costs caused by warrants given to investors at the IPO stage and de-SPAC stage.
- c) Underwriting fees and BC fees costs, which are estimated in the SPAC-IPO admission document.

These costs (a+b+c) may be further influenced by the extent to which redemption rights (in the form of withdrawal rights) are exercised at the BC time, effectively reducing the funds available to the BC company. We refer to this reduction as costs (d).¹⁴⁷ In Appendix 3, we provide a

¹⁴⁷ We follow the same cost structure as M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

general explanation of the mechanics of the cost structure, along with an application to the case of “THE SPAC” SPAC for better understanding.

4.4.1. *Statistics on AIM Italia SPACs cost structure*

A similar analysis, as demonstrated in Appendix 3 for “THE SPAC” SPAC, was conducted for all 24 AIM Italia SPACs in our sample. We calculated their cost structure in terms of (a) + (b) + (c), taking into account the exercise of redemption rights (in the form of withdrawal rights) (d). This allowed us to assess the costs faced by SPAC investors under the different regulatory regime of AIM Italia SPACs and to address the question of hidden costs that may be encountered by naive SPAC investors.

Table 6 presents the actual and potential impact of the three cost components (a + b + c) along with share redemption costs (in the form of withdrawal rights) (d). Our analysis reveals that the total actual costs (a + b + c + d) under Italian SPAC regulation are relatively modest, with a mean of 17.4% and a median of 14.9%. It's important to note that these figures account for all the SPACs in our sample, including those with outstanding special shares and warrants. In contrast, the theoretical full total structural costs are approximately 50% higher, with a mean of 24.7% and a median of 23.7%. This suggests that while there are costs associated with AIM Italia SPACs, they are less severe than those observed in the U.S. context.¹⁴⁸

Taking into account the final distribution of warrants to all owners of the SPAC shares before the actual business combination (which constitutes approximately 60% of all issued warrants on average), we consider that the first figure (mean of 17.4% and median of 14.9%) is a more representative estimate of the true hidden dilution costs. These costs primarily stem from two components within AIM Italia SPACs' cost structure: warrants exercise (5.5% actual or 8.4% full potential dilution) and the net promote (special shares of the SPAC for the sponsors converted into ordinary shares of the company resulting from the business combination at a high conversion rate, less their cash contribution at the SPAC's setup and listing – actual dilution of 8.9%

¹⁴⁸ As reported by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

and full potential dilution of 13.0% by the mean). It's important to note that these dilution components are activated only when the share price appreciates considerably, usually at milestones such as 20% and 30% price appreciation, partially or completely compensating the investors for these costs.

	Average net share value, Euro	Average total dilution, %	Average incremental dilution, %	Median net share value, Euro	Median total dilution, %
Actual cost structure dilution as of 31/12/2023					
Not diluted share value	10			10	
Only (c) dilution	9.70	3.0%	3.0%	9.73	2.7%
(c)+(d) dilution	9.67	3.3%	0.3%	9.71	2.9%
(c)+(d)+(a) dilution	8.78	12.2%	8.9%	8.85	11.5%
Full dilution (a)+(b)+(c)+(d)	8.26	17.4%	5.5%	8.51	14.9%
Full potential cost structure dilution					
Not diluted share value	10			10	
Only (c) dilution	9.70	3.0%	3.0%	9.73	2.7%
(c)+(d) dilution	9.67	3.3%	0.3%	9.71	2.9%
(c)+(d)+(a) dilution	8.37	16.3%	13.0%	8.42	15.8%
Full dilution (a)+(b)+(c)+(d)	7.53	24.7%	8.4%	7.63	23.7%

Table 6. Actual and full potential dilution of SPAC shares. The table illustrates the average and the median values of total dilution effects and of each component separately. *Actual dilution* takes into account only the special shares and warrants converted into ordinary shares as at 31/12/2023. *Full potential dilution* assumes full potential conversion of special shares and outstanding warrants assuming the highest conversion rates possible. *Average and median total dilution* show the cumulative effect of various components, *average incremental dilution* shows the net effect of each additional dilution component. *(a) dilution* stands for the dilution costs caused by the *azioni speciali* (i.e. the sponsor promote), *(b)* is the dilution costs caused by warrants given to investors at the IPO stage and de-SPAC stage, *(c)* is the dilution due to underwriting fees + BC fees costs. *(d)* is the redemption rights component (in the form of withdrawal rights).

Examining the total cost structure (a+b+c+d) in greater detail, when a typical AIM Italia SPAC investor purchases a share for 10 Euro, all

the cash is initially kept for potential acquisition. In this scenario, the costs would be zero. However, SPACs have various costs associated with their setup, ongoing operations, and underwriting (type (c) costs), which are covered using the funds collected from sponsors and investors. On average, this cost component accounts for 3.0% of the total cash balance, meaning that an investor who holds one share effectively owns only 9.7 Euro of the SPAC's net cash position.

As mentioned, an integral component of the cost structure, as outlined in (a) + (b) + (c), involves the redemption of shares (in the form of withdrawal rights) by shareholders who choose not to participate in the business combination, denoted as (d). According to regulations, the SPAC is obligated to redeem the tendered shares at a price determined by the SPAC itself. The AIM Italia SPACs' framework provides a partial alleviation of this cost by offering the redeemed shares to existing shareholders through the "*diritto d'opzione*" mechanism, typically priced at around 10 Euro per share. In many SPACs, these redeemed shares are indeed bought out by existing shareholders utilizing this option. However, it's important to note that the reduction in the net cash position resulting from this process is a cost that must be absorbed by the existing shareholders.

Based on our calculations, this cost amounts to an average of just 0.3%. When factoring in this cost, the net cash position for investors stands at 9.67 Euro. Our statistical analysis reveals that, among 20 AIM Italia SPACs that successfully identified their target companies, an average of 15.3% of ordinary shares were withdrawn by shareholders. After accounting for partial repurchases of shares by other shareholders with *diritto d'opzione*, this average withdrawn rate decreases to 13.0%. In two instances, the net redemptions exceeded the statutory limit of 30%, with redemption rates (in the form of withdrawal rights) reaching 57% and 44% of all SPAC shares, ultimately leading to the business combinations not proceeding. Looking at the 18 AIM Italia SPACs that successfully completed their business combinations, the average initial redemption rate was 11.4%, and the net redemption rate dropped to just 8.9%.

The sponsors/*promotori*, in exchange for their financial investments and the time dedicated to managing the SPAC and facilitating its business combination, receive special shares (*azioni speciali*) of the SPAC. These special shares are not publicly traded in the market and

are intended to be converted into ordinary shares (*azioni ordinarie*) of the company resulting from the business combination. Approximately 26.6% of all special shares, on average, are converted around the time of the business combination. This conversion percentage can vary, with a minimum conversion rate of 0% and a maximum of 35%. Additionally, some of these special shares are subject to conversion only when specific milestones are achieved by the resulting company.¹⁴⁹

As previously mentioned, the conversion structure in AIM Italia SPACs typically involves 3 to 4 tranches. The initial tranche is usually executed right after the successful business combination, while the subsequent tranches are tied to the post-merger entity's share price performance. In the earlier half of SPACs, during a bullish market and with successful target identification, post-SPAC share prices saw substantial growth, leading to the complete conversion of special shares. However, in the case of later SPACs, achieving significant price appreciation was difficult, resulting in the persistence of outstanding special shares by the end of December 2023. These outstanding special shares can potentially dilute the net cash position per share.

Notably, sponsors/*promotori* do not receive these shares for free. Instead, they acquire them in exchange for covering the initial costs of the SPAC and often for contributing additional cash resources during the IPO or by directly purchasing ordinary shares in addition to their special shares allocation. This actual dilution cost component, categorized as type (a) costs, averages 8.9% (but ranges from -1% due to antidilution measures to as high as 20% in extreme cases). As a result, SPAC investors possess 8.78 Euro of net cash for every 10 Euro share they hold, after considering this dilution cost.

The second component of dilution cost is related to the exercise of warrants, categorized as type cost (b). As mentioned previously, AIM Italia SPACs typically issue warrants both during the IPO stage and the de-SPAC stage. On average, one warrant is issued for every 2 ordinary shares. If the average monthly share price exceeds the strike price (usually in the range of 9 to 10.5 Euro), warrant holders have the right to convert them into a fraction of a share at a nominal purchase price of

¹⁴⁹ Earnouts in the classification of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 7.

10 cents. The higher the average monthly market price, the fewer warrants are required to exercise the right to purchase one share. However, sponsors often include an acceleration clause in warrant agreements, which mandates the conversion of warrants if the market price surpasses a predetermined threshold (usually set at 13 Euro). This means that when retail investors purchase shares, they should be aware that the net cash position of the firm may be divided into more shares issued due to potential warrant conversions.

In the case of Italian SPACs, we estimate the average dilution cost related to warrants to be 5.5%, resulting in a net cash ownership of 8.26 Euro for shareholders. Assuming full conversion of outstanding special shares and of all the warrants, the total potential dilution costs are 24.7% on average and 23.7% median. The actual mean cost per share comes to 8.26 Euro, with a median of 8.51 Euro. When considering the full exercise of special shares and warrants, the theoretical mean cost per share is 7.53 Euro, and the median is 7.63 Euro.

4.5. The long-run performance of the listed entity resulting from the business combination

Even though SPAC investors suffer from the dilution of their stake value due to various costs, they might later be compensated by an increase in post-merger share price if the combined entity performs well and grows rapidly in size and profitability. For instance, the average annual return of the S&P 500 U.S. stock market index was around 9.8 percent from 2011 to 2023,¹⁵⁰ which suggest it could take less than two years for the share price to increase in value, fully compensating for the dilution costs typical of AIM Italia SPACs.¹⁵¹ However, it has been demonstrated that the long-run post-merger performance of SPACs is highly negative, exacerbating investor losses due to dilution, even at the one-year horizon after the merger.¹⁵² This remains true even after

¹⁵⁰ Authors' elaboration of data from <https://www.officialdata.org/us/stocks/s-p-500/1900>.

¹⁵¹ In the case of Italian stock market, the investment period is around 4 years considering the FTSE MIB30 index annual average return of 4.5 percent over the period under study.

¹⁵² M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

accounting for the generally negative market performance of newly listed entities.¹⁵³

In this section, we have compiled data on the post-BC share price performance of the merged entities. This performance is tracked over one-, two-, and three-year periods, subject to the data availability for SPACs that merged towards the end of our sample period. In line with the approach of the seminal article,¹⁵⁴ we have utilized both raw and adjusted buy-and-hold returns for our analysis.¹⁵⁵ To gather this data, we used the Refinitiv Eikon DataStream database.

This allowed us to obtain the total return index for each SPAC, considering not only the price return but also the dividend yield, to calculate the buy-and-hold raw returns (BHRs).

To determine whether the target returns of SPACs align with benchmarks, we selected two indices for comparison. One common method for assessing abnormal return is to compare it against the general market index return, which can be passively earned by investing in a fund that tracks a general index. For this purpose, we selected the FTSE MIB 30 index, commonly used as a proxy for the performance of the Italian stock market.¹⁵⁶ The difference between raw SPAC returns

¹⁵³ See J.R. RITTER, *The long-run performance of initial public offerings*, in *Journal of Finance*, 1991, p. 3 ss., and P. SCHULTZ, *Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs*, in *Journal of Finance*, 2003, p. 483 ss., and many others.

¹⁵⁴ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

¹⁵⁵ On the basis of a recent sample, M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., were able to calculate only twelve-month returns starting from the announcement date, whereas we are able to study the long-run performance over a much longer time period. Unlike them, we study the returns from the date of the effective business combination, and not from the announcement date as is the common practice in long-run performance studies. Moreover, merely announcing the business combination does not necessarily lead to merger – in our sample of 24 AIM Italia SPACs 4 SPACs announced the BC which was cancelled later on, due to high share recession or shareholder disapproval. Our data show a median SPAC share price of 9.8 Euro at the announcement date and 9.7 Euro at the date of business combination, which translates into a 1% difference. Therefore, we believe that our results are directly comparable to one-year returns reported by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., for U.S. SPACs and they are listed in the Table alongside our results.

¹⁵⁶ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., use Nasdaq Index to that purpose.

and corresponding market return we termed as the market-adjusted return.

However, as mentioned earlier, newly listed firms generally underperform compared to the broader stock market. Consequently, it is more appropriate to compare SPACs' returns with those of a portfolio of recently listed peers. The seminal article uses the Renaissance Capital IPO Index, an index of U.S.-listed IPOs, for its analysis.¹⁵⁷ However, we believe this index is not well-suited for the Italian market, which has shown mediocre performance compared to many other national stock markets over the last decade. Other existing proxies, such as the FTSE Renaissance Global (IMEA) Index Series, focus on broader stock markets and are also inappropriate for our purpose.

Therefore, we turned to the Refinitiv Eikon DataStream database to obtain detailed return and market cap data on all Italian equities. Using this data, we constructed a synthetic IPO-portfolio index. This index tracks the market-value-weighted returns of firms listed on all segments of the Italian stock market (excluding SPACs) within a three-year period, starting from the fifth day after listing.¹⁵⁸ The results of the long-run performance of the SPACs, analyzed in this manner, are presented in Table 7 below.

		N of firms	Average	Median	Max	Min	% of positive	USA SPACs median return
1-year returns								
Raw return	BC	16	-2%	-8%	35%	-58%	44%	-78% ~ -12%
Market-adjusted return	BC	16	-5%	-7%	22%	-62%	38%	-63% ~ -24%

¹⁵⁷ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

¹⁵⁸ The synthetic daily IPO index is market-cap weighted and has 72 IPOs on average at each point of time over the whole period, with the maximum number of 101 and minimum of 24 on each particular day.

IPO-index adjusted return	BC	16	-7%	-1%	29%	-48%	44%	-88% ~ -21%
<u>2-year returns</u>								
Raw return	BC	16	11%	2%	151%	-68%	56%	-12%
Market-adjusted return	BC	16	1%	-11%	136%	-65%	38%	-37%
IPO-index adjusted return	BC	16	2%	-17%	143%	-71%	44%	-
<u>3-year returns</u>								
Raw return	BC	16	11%	-3%	90%	-56%	44%	-23%
Market-adjusted return	BC	16	-2%	1%	85%	-72%	50%	-
IPO-index adjusted return	BC	16	13%	15%	122%	-73%	56%	-

Table 7. Long-run performance of Italian AIM-listed SPACs over one, two, and three-years periods following the date of the effective business combination with the target. The starting date is one month after the listing to avoid the initial effects of price volatility. The raw buy-and-hold returns are reported along the adjusted returns for the performance of the general Italian stock market (represented by FTSE MIB 30 proxy) and returns adjusted by the performance of the synthetic IPO portfolio of Italian newly listed firms within the three-year period. USA SPACs data report the ranges of estimated underperformance from KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., M. KLAUSNER and M. OHLROGGE, *Was the*, cit., and F. KIESEL ET AL., *SPAC Merger*, cit.

Although our small sample size limits the ability to statistically analyze the significance of SPACs' long-run returns, we can still observe some clear patterns. Firstly, post-business combination (BC) returns of SPACs vary highly. Some SPACs lose half of their market value in the first year after listing, and almost three-quarters within three years, as indicated by the minimum values. Conversely, others show substantial growth, increasing by one-third or even doubling in value in the same time intervals, as seen in the maximum values.

Overall, approximately forty percent of SPACs earn a positive return within one year, with this proportion increasing to fifty-four percent over three years.

Secondly, the long-run performance is generally negative, averaging around minus ten percent when considering both raw and abnormal returns. This contrasts starkly with the more negative performance reported for the U.S. SPACs.¹⁵⁹ Furthermore, AIM Italia SPACs demonstrate the poorest performance within the first two years post-listing. However, the data for the third-year period indicates a shift towards positive long-run market performance, particularly when looking at market- and IPO-index adjusted returns.

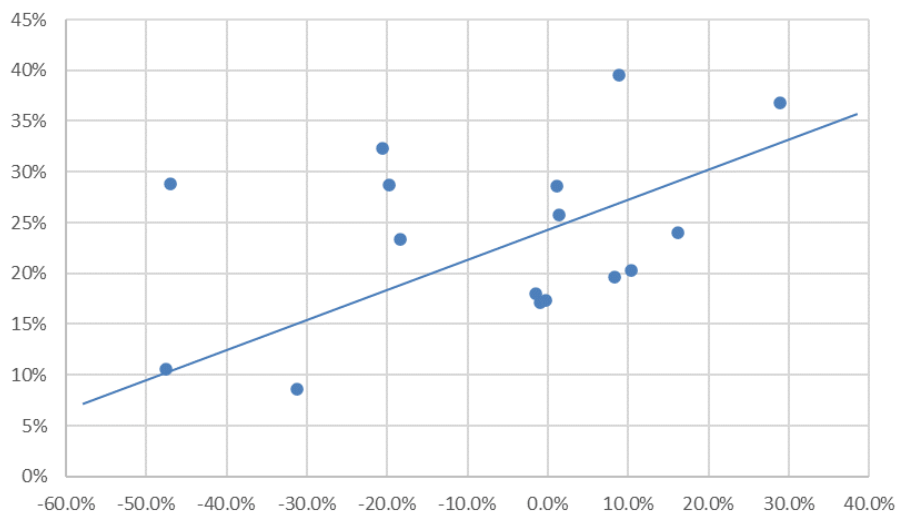


Figure 7. Actual share value dilution (vertical axis) against the IPO-index adjusted abnormal 1-year return for the sample of 18 AIM Italia SPACs that formed the business combination with a target and had one year of return data.

An interesting research question arises: does the special shares' dilution mechanism function as intended, with investors experiencing significant dilution costs primarily in SPACs that subsequently compensate them through substantial share price appreciation in the post-business combination (BC) period? In Figure 7, we plot the IPO-

¹⁵⁹ As reported in detail by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., p. 256.

index adjusted one-year returns of 18 Italian AIM SPACs that completed a business combination and were not delisted within one year. The analysis reveals a positive relationship, as evidenced by a correlation coefficient of 38%, which is significant at the 5% level. This implies that higher dilution is positively correlated with better market performance, thereby mitigating the overall impact of dilution on SPAC investors.

As observed in Table 7, the three-year abnormal IPO-index-adjusted return stands at 20%, while the average full dilution amounts to 24%. Consequently, the net return to investors is calculated as $[(1-24%)*(1+20%)-1]$ resulting in a net loss of only -9%. This suggests that long-run investment returns on the shares partially offset the losses due to dilution.

5. Some short policy reflections on material and disclosure rules

The empirical results of Section 4 can be summarised as follows. With respect to the first research question, the analysis shows that the SPACs' shares trading is dominated by smaller trades – more than 30% of all trades were below two thousand Euro or approximately 200 shares per trade, and 45% of all trades were below four thousand Euro. Only around two percent of all trades are above 100,000 Euro in size. This is quite strong evidence that trading on the secondary market in SPAC shares is conducted not only by institutional investors, but also by retail investors, who actively trade since the median lot size is below five thousand Euro, with more activity in the listing quarter (buying shares from institutional investors who have participated in the offering) and in the period after the merger's approval, but before the actual business combination.¹⁶⁰

As regards warrants trading, our analysis indicates that this market is predominantly navigated by institutional investors rather than retail

¹⁶⁰ Furthermore, our data shows that SPAC investment, unlike hot IPOs subscription, is not a very lucrative and rationed business for institutional investors; looking at the maximum ex-ante size of the offering and actually raised funds, we see that only in 10 out of 24 SPACs the raised funds were at the maximum, with the average raised funds being at 89% of the planned one. This lends additional support to the conjecture about active participation of retail investors in the secondary market for SPACs' shares.

investors. This observation is supported by the complexity of warrants as financial instruments, which generally require a level of expertise beyond the scope of most retail investors. Further evidence comes from the comparison of trading volumes: with an average of 422 monthly trades for warrants versus 591 for SPAC shares, retail participation appears minimal. Moreover, the relative trading volume of warrants, which is three times higher on average compared to common shares, and the fact that warrants usually account for 20% to 50% of the shares, highlight the significant role of institutional investors. This data underscores the institutional investors' predominant presence in the warrant trading landscape, suggesting a market largely influenced by those with specialized knowledge and resources.

With respect to the second research question, AIM Italia SPACs seems to be more efficient (i.e. less costly) than their U.S. “regulated” cousins in terms of structural costs. To be sure, while the core mechanics of SPACs generate the same structural costs (in terms of *azioni speciali* dilution, warrant dilution, IPO and BC fees and redemptions), their value results less pronounced in Italy than in the U.S.: 8.26 Euro effective mean and 8.51 Euro effective median,¹⁶¹ and theoretical (i.e. considering full exercise of *azioni speciali* and warrants) of 7.53 Euro mean and 7.63 Euro median. While IPO and BC cost and redemption costs (in the form of withdrawal rights) are limited, the average dilution costs related to *azioni speciali* are €0.89 effective and €1.3 theoretical, while for warrants the amounts are €0.55 and €0.84.

As regards the long-run performance of post-SPAC entities, our findings contrast starkly with the available U.S. data.¹⁶² Although the share price dynamics are negative, they are considerably less so, within the range of ten percent when examining both raw and abnormal returns. Furthermore, AIM Italia SPACs demonstrate the poorest performance within the first two years, with the third-year period indicating an even positive long-run market performance. In addition, we find a positive correlation between higher dilution costs and the

¹⁶¹ Compared to the \$4.10 mean and \$5.70 median of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

¹⁶² As reported by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

market performance of SPAC shares, indicating a much lower overall burden of dilution on SPAC investors.

The comparative literature on SPACs has recently applied the dyad regulatory paradigm vs contracting paradigm also to SPACs.¹⁶³ The theory of optimal contracting in law and economics analyses the ability of parties to reach Pareto-efficient contractual equilibria,¹⁶⁴ and the extent to which market failures (in the forms of externalities, public good, market power and informational asymmetries) impede it.¹⁶⁵ Regulatory intervention in the form of material regulation or disclosure regulation is required to restore Pareto-efficient results, given the costs of regulation.¹⁶⁶

The empirical results from Section 4 can be analysed based on the regulatory regime under which AIM Italia SPACs work to try to interpret their comparative better efficiency with U.S. SPACs. We are clearly aware that it is not possible to establish any kind of causal inference between our empirical results and the regulatory/contractual regime of AIM Italia SPACs. This is the reason of why the following analysis has to be considered solely as an attempt to try to explain the better performance of AIM Italia SPACs when compared to the U.S. ones.¹⁶⁷ At the same time, we note that some of the regulatory proposals coming from the U.S. resemble some of the regulatory and contractual aspects of AIM Italia SPACs, so that our legal analysis of the empirical

¹⁶³ B.V. REDDY, *Going Dutch?*, cit.

¹⁶⁴ For the different types of firms, see H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Boston, 1996.

¹⁶⁵ We keep the traditional analyses of law and economics, based on perfect rationality of all actors. For a behavioral economics approach to the regulatory environment of SPACs, see P.M. CORRIGAN, *Do the Securities*, cit.

¹⁶⁶ For a recent review, see E. ZAMIR and I. AYRES, *A Theory of Mandatory Rules: Typology, Policy, and Design*, in *Texas Law Review*, 2020, p. 283 ss.

¹⁶⁷ Together with the factors discussed in the text, we furthermore suggest for further analysis other aspects that may influence the better empirical results of AIM Italia SPACs: (i) the role of independent directors in deciding about the business combination, (ii) the role of the Nominated Advisor (Nomad), (iii) the reputational element of Italian sponsors particularly for repeated SPACs, (iii) the two stages attribution of warrants as a balance between the blank check at the IPO stage and loyalty bonus at the de-SPAC stage.

results analysis can be supported at least by the comparison with the proposed/reformed U.S. regulatory regime.¹⁶⁸

In essence, the SPAC incentive structure can be fruitfully analysed with respect to three main subjects, i.e. (i) the sponsor, (ii) institutional investors (i.e. sophisticated investors), (iii) retail investors, and in relation to at least two stages (a) IPO-stage, (b) de SPAC-stage. It is possible to apply the typical analytical paradigm contract vs regulation to the SPAC incentive structure by enumerating the following statements (in an apodictical, simple way).

Firstly, it is reasonable to assume that both sponsors and institutional investors know what they are doing both at the IPO stage and at the de-SPAC stage. This means that at the IPO-stage institutional investors can correctly price (and possibly discount) the contractual terms sponsors are proposing (in particular, the “dilution game”) and that at the de-SPAC stage institutional investors are also able to correctly price the terms of the BC.¹⁶⁹ Instead, the extent to which retail investors can correctly price the contractual terms at both stages is less reasonable. Retail investors are likely to suffer problems of asymmetric information at both stages. It follows that retail investors (i) at the IPO-stage, to the extent that retail investors are permitted to participate, should be able to also understand the dilution game sponsors are proposing, (ii) while at the de-SPAC stage they should be able to understand the merits of the BC proposal.

In other contexts of securities regulation, before regulation is invoked to correct the market failure given by asymmetric information, the analysis points to the possible alignment of interest between institutional investors and retail investors. In other words, the question becomes the extent to which the action/behaviour of institutional investors causes a positive externality in terms of protection of retail investors: retail investors can free ride on this positive externality that protects them instead of regulation. For normal companies, this is typically the case both, (i) in normal IPOs where institutional investors

¹⁶⁸ We refer to the limit of redemption rights as proposed by U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Redeeming*, cit.

¹⁶⁹ We do not discuss the question of the necessity to provide mandatory disclosure at the IPO stage and at the de-SPAC stage, or in other words whether mandatory disclosure is necessary to protect in general investors and also sophisticated investors; on this question, see P.M. CORRIGAN, *Do the Securities*, cit., p. 3.

price the IPO company in the bookbuilding procedure and retail investors can free ride on this pricing activity,¹⁷⁰ and (ii) in the secondary market where the pricing activity of sophisticated investors continuously incorporate new information through the ECMH and retail investors can free ride this pricing activity through the Fraud on the Market Theory.¹⁷¹ In these cases, disclosure regulation is supposed to be sufficient to solve the agency problem between the company/managers and institutional investors, so that retail investors free ride on institutional investors because their interests are (almost) aligned.

The SPACs context differs both at the IPO stage where the share price is always fixed (e.g. \$10 or €10) so that institutional investors cannot influence the price but can adjust only their demand,¹⁷² and at the de-SPAC stage where the share price in the secondary market fluctuates around the IPO offering price (depending on the redemption rights conditions, i.e. the cost/price of exit).¹⁷³ Furthermore, the typical alignment of interests between institutional investors and retail investors proper of normal listed companies at both stages may be not present, so that institutional investors can be a further problem for retail investors, who can be exploited both by the sponsors and by institutional investors. The question arises of what kind of regulation (material or disclosure) is required to solve the double agency problem retail investors can be subject to.¹⁷⁴

¹⁷⁰ Together with direct investor protection, this form of indirect protection is mentioned also by P.M. CORRIGAN, *Do the Securities*, cit., p. 6 and 39.

¹⁷¹ In general, see Z. GOHSEN and G. PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke Law Journal*, 2006, p. 711 ss.; H. SPAMANN, *Indirect Investor Protection: The Investment Ecosystem and Its Legal Underpinnings*, in *Journal of Legal Analysis*, 2022, p. 16 ss.

¹⁷² Given quantity and price of the shares at the IPO stage, since institutional investors cannot modify the price, they can only adjust their demand, so signalling their evaluation of the SPAC.

¹⁷³ The share price on the secondary market of a SPAC usually does not decrease under the price of redemption.

¹⁷⁴ Of course, this is not the place to analyze this extremely complex question. We furthermore note another possibility of protection for retail investors in terms of the rules on the conduct of business (in terms of suitability, appropriateness, conflict of interests and product governance) as provided for by the complexity of the MiFIDII regulatory regime, which is outside the scope of this analysis.

With respect to the more limited object of this Article, a legal and law and economics analysis based on the current debate about possible solutions to the probable distort incentive structure of SPACs, shows for AIM Italia SPACs that material factors as well as disclosure rules seem to better align the incentive of sponsors and of investors: both institutional investors and retail investors, and that also the interest of institutional investors are better aligned with those of retail investors.

To begin with material factors, the following are important: (i) the condition of SPAC shareholders' approval of the business combination and that the sponsors/*promotori* do not participate in this voting, (ii) the limitation of around one third of exercisable redemption rights (in the form of withdrawal rights) as a condition for the business combination, (iii) the redemption value which is lower, equal but never higher than €10, as well as (iv) the fact that only non-approving shareholders can redeem their shares, are elements that differentiate the AIM Italia SPACs from the modern U.S. one.¹⁷⁵ In particular, the redemption right limit (up to about 1/3) and its availability only for non-approving shareholders appear to be a disciplining instrument which is invoked also by some U.S. scholars.¹⁷⁶ The redemption design probably is also useful for making institutional investors who participate in the SPAC-IPO in some way responsible for the validity of the proposed business combination, thereby forcing them to make a clear decision:¹⁷⁷ either voting against the BC and exercise the redemption right or vote in favour, signalling and certificating its quality.¹⁷⁸

¹⁷⁵ Looking at the 18 AIM Italia SPACs that have done BC, the average initial redemption was 10%, and the net redemption (after the exercise of the *diritto di opzione* by existing shareholders) only 6.8%. The combination between voting rights on the business combination, the unavailability for opposing shareholders to redeem their shares and the limit to redemption for the BC make the voting rights of shareholders “strong” as in the terminology of T.J. MARTIN, *The Agency*, cit., p. 1258.

¹⁷⁶ U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Redeeming*, cit.; U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Why SPACs*, cit., p. 40, in relation to the upper limit to redemption to permit the business combination. See also B.V. REDDY, *Warning*, p. 35, for the U.K.

¹⁷⁷ Redemptions higher than the permitted limit of about 30% were the reason of liquidation for Capital for Progress 2 listed in 2017 and SPACTIV listed in 2017.

¹⁷⁸ We assume that institutional investors take part in the shareholders meeting as active and decisive (and pivotal) shareholders because their transaction costs are lower than for retail investors who are generally apathic. We do not analyse in this Article the post-merger market and operational performance of the company resulting from the business combination so that the certification role of institutional investors

Retail investors can share the benefits of institutional investors' signalling and certification contribution of the business combination, so that their interests are presumptively better aligned at least with respect to the dilution coming from the sponsors' share (the conversion of *azioni speciali* of the SPAC into *azioni ordinarie* of the company resulting from the BC).¹⁷⁹

A different conclusion can be reached with respect to IPO-stage warrants where we hypothesize that they are more retained by institutional investors. In this case, the interests of institutional investors (both those voting against and those voting in favour of the BC) who convert their warrants into *azioni ordinarie* of the company resulting from the BC may no longer be aligned with those of retail investors who are subject to the warrant dilution: retail investors' losses are institutional investors' gains.¹⁸⁰ On the contrary, de-SPAC stage warrants (that characterize AIM Italia SPACs) to incentivise the approval of all investors (institutional and retail) of the business combination do not create a dilution effect and are favourable also to retail investors to the extent that they also exercise them.¹⁸¹

The extent to which disclosure regulation is able to solve the problems of SPACs (i.e. the dilution problems in terms of *azioni speciali* and IPO warrants to institutional investors) that do not permit a perfect alignment of interests between institutional and retail investors is difficult to assess.¹⁸² With respect to AIM Italia SPACs being an Alternative Trading Facility not subject to European prospectus rules, the only way to increase disclosure is to mandate more disclosure for regulated markets (as ESMA 2021 is suggesting), hoping that the same

can be only *ex ante* presumed but not *ex post* verified, as U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Why SPACs*, cit., p. 38, find positive premiums for SPACs with redemptions up to 25%. M. GANOR, *The Case*, cit., p. 411, analyzes the pros and cons of institutional investors behaviour in the decision about the de-SPAC transaction and its interrelation with retail investors' behaviour.

¹⁷⁹ H. SPAMANN and H. GUO, *The SPAC*, cit.

¹⁸⁰ See for the mechanics of warrants B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 21; M. GAHNG, J.R. RITTER and D. ZHANG, *SPACs*, cit.

¹⁸¹ For the efficiency of a functionally similar warrant structure at the de-SPAC stage, see T.J. MARTIN, *The Agency*, cit., p. 1248.

¹⁸² H. SPAMANN and H. GUO, *The SPAC*, cit., p. 7, are skeptical about the SEC proposals (see SEC, *Special*, 2022, cit.) to increase disclosure about the "dilution mechanic" as an effective investor protection tool.

level of disclosure is then replicated also in ATF in a sort of emulating effect by mandated regulation. To be sure, also in the IPO Italian context it has been shown that the offering mechanism, sometimes creates misalignment of interests between the two categories.¹⁸³

Even if both dilution mechanisms of SPACs are quite precisely explained by the different AIM Italia SPACs documents provided by regulation and praxis,¹⁸⁴ the extent to which retail investors are able to effectively understand them can be at least doubted.¹⁸⁵ The interests of retail investors and institutional investors are more aligned with respect to the dilution coming from the *azioni speciali* in favour of the sponsors/*promotori* because of the cap to redemption necessary to approve the business combination as a major (positive) characteristic of AIM Italia SPACs.

There are basically two possible solutions to the separate trading of *azioni speciali* and the IPO warrants problem (granted only to institutional investors and less traded on the secondary market) that create the dilution of retail investors in favour of IPO institutional investors. The first solution would be to prohibit the separate trading of warrants,¹⁸⁶ while the second solution would be in terms of MiFIDII product governance, by limiting the trading of SPAC shares only to particular retail investors who are presumably aware of the dilution mechanism (the one coming from sponsors' *azioni speciali* and the one coming from institutional investors IPO-SPAC warrants) and who would trade also in IPO warrants to cover the risk of the second dilution.¹⁸⁷

¹⁸³ On claw back clauses in Italian IPOs, see D. BOREIKO and S. LOMBARDO, *Italian IPOs*, cit., and P. GIUDICI and S. LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 907 ss.

¹⁸⁴ But not as to include the calculation of the dilution in terms of net cash per share as proposed by M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and H. HALBHUBER, *Net Cash*, cit.

¹⁸⁵ The literature on (prospectus) disclosure regulation points out this dimension, see O. BEN-SHAHAR and C.E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2011, p. 647 ss. The extent to which narrative economics, on which see P. MAUPAS and L. PAUGAM, *Regulatory*, cit., p. 17, influences retail investors, is also difficult to assess.

¹⁸⁶ See also B.V. REDDY, *Warning*, cit., p. 36.

¹⁸⁷ The product governance solution is one of the several as proposed by ESMA, *Public Statement*, cit. See also U. RODRIGUES and M. STEGEMOLLER, *Why SPACs*,

6. Conclusions

This Article has provided a comparative (to their U.S. “cousins”) picture of the regulatory framework of AIM Italia SPACs, answering three empirical questions, i.e. the institutional vs retail participation to SPACs, the SPACs cost structure and finally the long run performance of the listed entity resulting from the BC. Our results show that retail investors participate on the secondary market trading mainly on SPACs shares and to a lesser extent also in warrants. The cost structure of AIM Italia SPACs results less burdening and the long run performance is better than the U.S. one. Short reflections for policy implications are provided for material rules and disclosure rules.

Appendix 1

The following SPACs were listed on AIM Italia and proceeded either to a Business Combination (BC) or were liquidated:

Made in Italy 1 listed on 27.06.2011 BC with SESA spa;
Industrial Stars of Italy listed on 22.07.2013 BC with LuVe spa;
GreenItaly1 listed on 27.12.2013 BC with PrimaVera spa;
Capital for Progress 1 listed on 04.08.2015 BC with GPI spa;
GlenaltaFood listed on 10.11.2015 BC with Orsero spa;
Industrial Stars of Italy 2 listed on 27.05.2016 BC with SIT spa;
Innova Italy 1 listed on 19.10.2016 BC with Fine Foods spa;
Crescita listed on 15.03.2017 BC with Cellularline spa;
Glenalta listed on 19.07.2017 BC with CFT spa;
Sprint ITALY listed on 21.07.2017 BC with SICIT spa;
EPS listed on 01.08.2017 BC with ICF spa;
Capital for Progress 2 listed on 04.08.2017 liquidated;
SPACTIV listed on 27.09.2017 liquidated;
Industrial Stars of Italy 3 listed on 19.10.2017 BC with Salcef spa;
IDeaMI listed on 11.12.2017 liquidated;

cit., p. 44, for retail investors’ qualification to buy only particular financial instruments in the U.S.

SPAXS listed on 01.02.2018 BC with Banca Interprovinciale;
ALP.I listed on 01.02.2018 BC with Antares Vision spa;
VEI 1 listed on 27.02.2018 liquidated;
Life Care Capital listed on 07.03.2018 liquidated;
Gabelli Value for Italy listed on 20.04.2018 liquidated;
Archimede listed on 21.05.2018 BC with Net Insurance;
THESPAC listed on 02.08.2018 BC with FranchiUmberoMarmi spa;
REVO listed on 26.05.2021 BC with Elba Assicurazioni spa;
Industrial Stars of Italy 4 listed on 08.07.2021 BC with Sicily by Car.

Appendix 2

Made in Italy 1/Sesa spa moved to MTA on 22.10.2013;
Industrial Star of Italy/LuVE on 21.06.2017;
Capital for Progress 1/GPI on 28.12.2018;
GlenaltaFood/Orsero on 23.12.2019;
Industrial Stars of Italy 2/SIT spa on 28.11.2018;
Innova Italy 1/Fine Food Pharmaceutical on 12.07.2021;
Crescita/Cellulireline on 22.07.2019;
Sprint Italy/Sicit 2000 on 15.06.2020;
Industrial Stars of Italy/Salcef Group on 22.12.2020; SPAXS/Banca Illimity on 05.03.2019;
ALP.I/Antares Vision on 14.05.2021.
N.B. Glenalta/CFT was delisted on 22.03.2021.

Appendix 3

1. Dilution of value of SPACs' shares: what it is

The recent SPACs frenzy has attracted a lot of attention and has created a general opinion that investing in them is an ever-winning strategy. Like cryptocurrency investments, the media creates a picture of potential spectacular low risk returns. Indeed, the SPAC investor can buy the share in the secondary market and, should the business combination come off, become an investor in the new public company whose shares possibly appreciate. Should something go wrong, investors can redeem the shares at their nominal value, and as a result protect themselves against downside risks. Moreover, in Italy, in the

case of a successful business combination, investors who have not redeemed the shares also receive some additional warrants (namely de-SPAC warrants) that will be converted into common shares (*azioni ordinarie*) and more profit.

This rosy picture of a free lunch was heavily criticized recently by some scholars who claimed that those investors who keep the SPAC shares may end up with losing more than one half of their investment.¹⁸⁸ For their sample, they showed that the net cash value of a ten-dollar SPAC share of the investor who keeps it beyond merger is merely 4.10 mean and 5.70 median dollars. How is it possible to have the value of the share that is traded at a price around 10 dollars but in reality to be backed only by 4.10 dollars of cash in the company account on average? Let us look at a simplified example. We will hypothesize that there is a SPAC with 100 shares, each allocated at the IPO stage to investors who each paid 10 Euro. As an owner of one share, the investor owns one percent of SPAC's assets worth 1000 Euro, or 1000 Euro divided by 100 shares equals to 10 Euro. In this baseline case we have no dilution whatsoever.

The dilution might come in two ways: first, the assets of the firm might be reduced due to costs and expenses – in this case the upper part of the ratio (1000 Euro) goes down. If the costs of listing SPAC and merging with a target are 50 Euro, then the net cash value of a share will not be 10 Euro, but $(1000-50)/100$ or 9.5 Euro. Here the investor suffers the loss of 50 cents per share, or a dilution of 5%. The assets of the SPAC might go up due to cash contribution by other parties, such as sponsors, who at the start of the SPAC invest their capital. If sponsors contribute 20 Euro without receiving shares, then the net cash value per share is higher – $(950+20)/100$ or 9.7 Euro and net dilution, correspondingly, is lower – 3% only.

Second, even though there might be no expenses or costs, the dilution might still occur if the SPAC issues additional shares (shares dilution) and our investor participates in these capital issues. If the SPAC issues shares to sponsors for free, let's say 20 shares, then the net cash value per share will be $1000/(100+20)$ or 8.34 Euro and there is a dilution of 16.6%. A similar thing happens if the SPAC has not only the shares, but also the warrants outstanding (warrants dilution), that

¹⁸⁸ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

give the right to the owners to buy the shares at nominal amount. Assuming the SPAC has issued 50 warrants and 100 shares and that each 5 warrants can be and will be converted into 1 share at a price of 10 cent per share, the owner of only one share and no warrants will see the net cash value per share to go down to $(1000+10*0.1)/(100+10) = 9.1$ Euro or dilution of 9%.

Third, the investors in the SPAC can redeem their shares at 10 Euro before the merger. Per se, *ceteris paribus*, there is no dilution in this case because if 30 shares are redeemed at 10 Euro each, the cash assets of the firm go down to 700 Euro, but the outstanding shares number goes down to 70 and net cash value per share is still $700/70 = 10$ Euro. However, if there are other dilution components of the first (shares dilution) or second type (warrant dilution), then share redemption does have an effect. Assuming the same 30 per cent share redemption and SPAC costs of 50 Euro, the net cash value per share will be $(1000-50-300)/70 = 9.29$ Euro or 7.1% dilution. Compared to pure costs dilution of 5%, share redemption amplifies it considerably.

2. A concrete example: the costs structure of the “The SPAC” SPAC

The average AIM Italia SPAC of our sample has all three of the dilution structure cost components (a+b+c) plus redemption costs (in the form of right of withdrawal) (d), which together might have a considerable impact on the value of the share bought by an inexperienced retail investor. Before reporting the average cost structure dilution statistics of the SPACs in our sample, we look at a recent AIM Italia SPAC in Italy – the firm with a characteristic name ‘The SPAC’ that was listed in 2018, raising 60m Euro and in 2020 merged with Franchi Umberto Marmi S.p.A. To analyze the SPAC cost structure (a+b+c+d) we employ a payoff chart often used in studying derivative financial instruments. Such a chart shows the value of the share on the horizontal axis and the corresponding payoff (in our case the net cash value per share) on the vertical axis.

If there are no structural costs whatsoever, the net cash value per share is always 10 Euro and in Figure 7 this is shown by a horizontal line crossing the vertical axis at 10 Euro – ‘The SPAC’ has collected 60m Euro and issued 6m shares (60/6). The first cost component [(c)] we analyze here is given by the fees and expenses of listing the SPAC,

finding the target and merging with it. The admission prospectus says that the estimated sum of such expenses and fees are 2,0325m Euro and they are the same whatever happens to the SPAC's share price. The net cash value per share with the cost of type (c) is a horizontal line crossing the vertical axis at $(60-2.0325)/6 = 9.66$ Euro or total costs of 3.4%.

As mentioned, the cost structure of a SPAC can be exacerbated by the exercise of redemption rights (in the form of withdrawal rights) which subtract money from the SPAC at the disposal for the BC (type cost (d)). Prior to merging, the SPAC communicated that the total of 1,622,700 shares were submitted by investors to be withdrawn at a fixed price of 9.9 Euro. Some shares were bought by existing shareholders (*diritto di opzione*) and the net withdrawn shares equaled 1,601,675 (26.7%) at 9.9 Euro or 15.857m Euro and these were returned to the shareholders. The numerator of the net cash value per share is reduced by this amount and the denominator by the number of withdrawn shares. As a result of the fees and expenses (c) and share redemption (d) components, the net cash value is 9.62 Euro or total costs of 3.8%.

Another component of costs is given by the dilution which occurs from compensation to the sponsors for setting up the SPAC and taking on all organizational risks albeit aware of the realistic possibility of not finding the right target, of not having the deal approved, and of losing their initial investment [special shares dilution costs, i.e. type (a) costs]. Sponsors invest initial SPAC capital and, in many cases, contribute resources alongside the IPO SPAC investors. As mentioned, to compensate for their costs and demonstrate their commitment to bring the SPAC to a successful merger, the sponsors buy special shares of the SPAC that are not traded, are locked-up and cannot be alienated. These special shares can be converted into common shares (*azioni ordinarie*) of the company resulting from the business combination, only following the successful merger and conditional on certain share price appreciation. Such a conversion is not dilutive if special shares are converted at a rate of one-to-one. However, such a conversion is usually the safety net if the business combination is not successful as manifested in the depressed share price of the new combined entity. The sum of funds invested less potential share dilution due to conversion (a) is the first cost component, called "net promote".¹⁸⁹ Important to note

¹⁸⁹ See M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit..

that the sponsors sometimes participate in the IPO by also buying the common shares (*azioni ordinarie*). In this case there is no dilution, and the investment does not impact net cash value of the SPAC (IPO and secondary market) investors. For example, the sponsors together buy 800,000 ordinary shares in our case for 10 Euro each or subscribe to the 13.3% of the IPO funds collected by the SPAC.

Apart from buying the ordinary shares, the sponsors have contributed 100,000 Euro to the initial share capital of the SPAC and have bought 201,000 special shares at 10 Euro each. As a result, the sponsors have invested 2,110,000 Euro that are the funds added to the net cash value per share whatever the price of the SPAC shares will be in the future. In return they receive 211,000 special shares of the SPAC that are converted into ordinary shares of the merged entity by tranches.¹⁹⁰ In our case, there are 4 tranches, and the sponsors convert 35% of all special shares *each into six ordinary ones* (one-to-six conversion rate) if the merger is successful (i.e. around the time of the BC),¹⁹¹ 25% – if the average monthly price is above 10.99 Euro, 20% more if the price goes above 12 Euro, and the remaining 20% if the price will be above 13 Euro. If within 36 months these milestones are not met, the special shares are converted into ordinary ones without dilution or one-to-one. In the case of “The SPAC” the merger came through on 1st October 2020, but the share price has never gone above 11 Euro to be converted and there are still 10 months to wait to see whether the share price will go above any of the milestones¹⁹². As a result, the sponsors have converted 73,500 special shares into 443,100 common shares (*azioni ordinarie*) and still have 137,150 special shares outstanding. However, Figure 7 is a theoretical picture of potential dilution if the share price reaches the abovementioned milestones, and therefore for each share price we plot the dilution resulting from the

¹⁹⁰ As earnouts in the classification of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit., 247.

¹⁹¹ The usual period is after seven days after the effectiveness of the BC. According to the *documento di ammissione* of The SPAC (at 79), 35% of the azioni speciali are converted after 7 days of the date of effectiveness of the BC, «nella misura di un numero di Azioni Speciali pari al 35% del loro ammontare complessivo nel caso di perfezionamento dell’Operazione Rilevante e decorso il 7° (settimo) giorno di borsa aperta successivo alla data di efficacia dell’Operazione Rilevante».

¹⁹² As at 31 December 2023.

exercise of the relevant tranches. The numerator is increased by 2,110,000 Euro and for the share price up to 11 Euro, the denominator goes up by 443,100 shares, by 759,600 for the share price up to 12 Euro, and by 1,012,800 up to 13 Euro, and by 1,266,000 shares in case of the full conversion when the average monthly share price reaches 13 Euro.

The last cost component is the potential dilution due to warrant exercise (b). As mentioned, AIM Italia SPACs typically provide for IPO stage warrants as well as de-SPAC stage warrants to incentivize the approval of the business combination by the shareholders' meeting. On average considering both the IPO and de-SPAC stage, which characterize our 24 AIM Italia SPACs, one warrant is issued for each 2 ordinary shares and if the average monthly share price is above the strike price (normally around 9 – 9.5 Euro), then the owner has the right to convert it into a fraction of the share for the nominal purchase price of 10 cents. The higher is the average monthly market price, the fewer warrants are needed to have the right to buy one share. However, the sponsors limit the potential gains of warrant owners and almost always provide for an acceleration clause that forces the conversion of the warrants should the market price go above a threshold (usually 13 Euro). If a retail investor buys a share, he should be aware that the net cash position of the firm might be divided into many more shares that will be issued under potential warrant conversion. The situation is alleviated by the fact that the owner of the SPAC shares receives 60% of all warrants issued to him if he owns the SPAC share at the time of the business combination (de-SPAC stage warrants). Therefore, the long-term retail investors in SPACs do not face such a drastic dilution as those who buy the shares after the business combination.

'The SPAC' strike price is 10.5 Euro and so far, the monthly average price has not reached this figure so meaning no warrants can be converted into ordinary shares. However, the potential dilution is not zero and, if, for example, the average price reaches 11 Euro, the warrants can be exercised and the investors can buy one share at 0.1 Euro each by submitting 29.79 warrants (the conversion rate is usually determined by the formula $(\text{Average price} - \text{strike price}) / (\text{average price} - 0.1)$). Given that this SPAC has issued 1,200,000 warrants at the time of the IPO (IPO-stage warrants: 0.2 warrants for each SPAC share) and 1,319,498 warrants after the business combination (de-SPAC stage warrants: 0.3 warrants for each SPAC share outstanding net of

redeemed shares) at the price of 11 Euro, a maximum of 115,645 shares could be issued and 11,564.5 Euro received by the SPAC if all warrants are converted, at the price of 12 Euro – 317,584 shares, and at the price of 13 Euro – 488,275 shares. If the average share price goes above 13.5 Euro (acceleration price), then the warrants are forcefully converted and non-submitted warrants are cancelled. Therefore, for any price above 13.5 Euro, the maximum number of shares that can be issued is 564,116 shares.

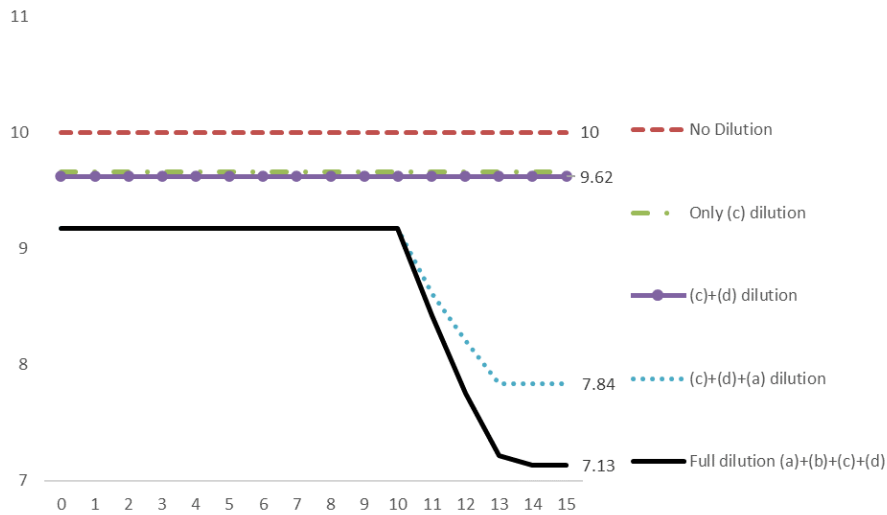


Figure 1. SPAC share dilution and structural costs for various levels of the share price. (a) is the dilution costs caused by the *azioni speciali* (i.e. the sponsor promote), (b) is the dilution costs caused by warrants given to investors at the IPO stage and de-SPAC stage, (c) is the dilution due to underwriting fees + BC fees costs. (d) is the redemption rights component.

Figure 1 shows for “The SPAC” that the main structural costs are given by the two dilution components, namely the “net promote” of the sponsors [i.e. costs (a), *azioni speciali* of the SPAC converted into *azioni ordinarie* of the company resulting from the BC] and warrants conversion [costs (b)]. The minimum dilution is 8.26% when the “The SPAC” share price does not break through 11 Euro and the maximum dilution is 28.67% when the price goes above 13.5 Euro. Loss of almost one third of the net cash position might seem an excessive burden for a retail investor, however this happens only when the share value

appreciates considerably, thus compensating the investor for potential dilution losses. In other words, the dilution effect of the *azioni speciali* and the warrants is alleviated by the increase of the share price. Figure 2 plots the value of the share with and without full dilution to see the relative effect for investors. The figure shows that the sponsors and warrants owners “expropriate” all the benefits when the “The SPAC” share appreciates in value. Considering the full possible costs of dilution, retail investors in “The SPAC” shares break-even on their investment only if the price goes above 14 Euro (40% gain).



Figure 2. SPAC share dilution for various levels of the share price.

Summing up, the cost structure for “The SPAC” as qualified in terms of (a) the dilution costs caused by the *azioni speciali* (i.e. the sponsor promote) + (b) the dilution caused costs by warrants given to investors at the IPO stage and de-SPAC stage + (c) underwriting fees + BC fees costs + (d) redemption costs, we reach the following results – the effective net cash per share (the value that remains after accounting for total costs) is 9.17 Euro,¹⁹³ while the full theoretical (i.e. considering full exercise of *azioni speciali* and warrants) net cash per share is 7.13 Euro.

¹⁹³ Compared to the \$4.10 mean and \$5.70 of M. KLAUSNER, M. OHLROGGE and E. RUAN, *A Sober*, cit.

“Trasformazione digitale” e assetti organizzativi nell’impresa bancaria

SOMMARIO: 1. La trasformazione digitale delle banche: strategie d’impresa e assetti organizzativi - 2. La ripartizione delle competenze in seno al consiglio di amministrazione. - 3. Il problema: adeguatezza degli assetti organizzativi, principi di corretta amministrazione e sana e prudente gestione. - 4. Il giudizio sull’adeguatezza degli assetti e il riesame delle decisioni degli amministratori. - 5. La procedimentalizzazione dell’attività con cui sono definiti gli assetti organizzativi della banca e la funzione del *risk appetite framework*.

1. La trasformazione digitale delle banche: strategie d’impresa e assetti organizzativi

La “trasformazione digitale” è ormai diventata un imperativo strategico per banche e intermediari finanziari, coinvolgendo scelte destinate a incidere profondamente sulla gestione dell’impresa e sullo stesso modello di *business*.

1.1. Il più recente sviluppo tecnologico ha creato infatti un’accesa competizione per l’offerta di nuovi prodotti e servizi alla clientela, spesso accompagnata da una marcata digitalizzazione dei canali distributivi. Tali dinamiche espongono le banche a forti pressioni concorrenziali, acuite dalla progressiva affermazione di «*competitor non bancari*» che «utilizzano proprio l’approccio tecnologico ... come elemento distintivo»¹. A questi cambiamenti del contesto di mercato le banche sono evidentemente chiamate a reagire².

¹ E. BECCALLI - V. MASSIAH, *Gestione bancaria avanzata*, Milano, 2023, 76, che annoverano tra i fattori esterni di pressione anche le mutate aspettative dei clienti, ormai abituati a interagire con le banche «attraverso una molteplicità di canali e soluzioni sempre più veloci ed efficienti». Sul punto, v. anche R. LOCATELLI - C. SCHENA - A. TANDA, *L’evoluzione dei banking business models nell’era digitale*, in *Digital banking e FinTech. L’intermediazione finanziaria tra cambiamenti tecnologici e sfide di mercato*, a cura di V. Boscia - C. Schena - V. Stefanelli, Roma, 2020, *passim*.

² M. PARACAMPO, *FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M. Paracampo, 2017, 7. I progetti finora sviluppati dalle

Pur riguardando aspetti di gestione dell'impresa destinati a riflettersi sulla competitività della banca, le scelte legate alla trasformazione digitale hanno tuttavia significative implicazioni di natura prudenziale. Da un lato, infatti, il diffuso impiego della tecnologia porta con sé nuovi rischi per la stabilità del sistema, la cui natura e "portata" sono ancor'oggi oggetto di un acceso dibattito³. Nel contempo, la stessa capacità della banca di cogliere i cambiamenti del mercato e di continuare a generare una redditività adeguata anche nel nuovo contesto tecnologico è un elemento essenziale per garantire la sana e prudente gestione⁴.

La trasformazione digitale costituisce dunque un vero e proprio «rischio strategico e di *business*» per le banche⁵, che deve trovare specifica considerazione all'interno delle politiche di rischio e degli indirizzi strategici di ciascun intermediario. Pertanto, benché tali

banche hanno avuto ad oggetto la digitalizzazione dei processi per l'erogazione del credito (*digital lending and credit scoring*, sistemi di *buy-now-pay-later*) e lo sviluppo di nuovi servizi di pagamento e *cash management* (*digital wallet*, pagamenti *contactless* e tokenizzati, pagamenti istantanei, trasferimenti di denaro *peer-to-peer*): BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech nel sistema finanziario italiano - 2023*, in www.bancaditalia.it, 12 aprile 2024.

³ A. PERRONE - I. GIRARDI, *Innovazione tecnologica e stabilità finanziaria*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian - C. Sandei, Torino, 2024, 3; FSB, *Financial Stability Implications from FinTech*, in www.fsb.org, 2017.

⁴ BCE, *SSM Thematic Review on profitability and business models*, in www.bankingsupervision.europa.eu, settembre 2018, *passim*, spec. 4 s. e 9 per i problemi posti dal crescente impiego della tecnologia. Coerentemente con tale assunto, anche «l'analisi delle finalità perseguite» dalle banche nello sviluppo di progetti tecnologici «rivela una prevalenza degli obiettivi di ricavo attraverso l'offerta di nuovi prodotti e servizi», nonché «l'ampliamento della base clienti» (BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 30; con riferimento al mercato europeo, BCE, *Takeaways from the horizontal assessment of the survey on digital transformation and the use of fintech*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 15 febbraio 2023, 4).

⁵ Così, BCE, *Takeaways*, cit., 10; E. MCCAUL, *Supervising the future of banking: navigating the digital transformation*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 10 marzo 2023; R. LOCATELLI - C. SCHENA - A. TANDA, *op. cit.*, 40 e 51 ss.; e, con riferimento agli intermediari del mercato dei capitali, P. ARMSTRONG, *Developments in RegTech and SupTech*, in www.esma.europa.eu, 27 novembre 2018, 6. Le Disposizioni di vigilanza definiscono infatti il «rischio strategico e di *business*» come «il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da cambiamenti del contesto operativo o da decisioni aziendali errate, attuazione inadeguata di decisioni, scarsa reattività a variazioni del contesto competitivo» (Circolare 285/2013, Parte prima, Tit. III, Cap. 1, Allegato A).

decisioni siano contrassegnate da una buona dose di discrezionalità gestoria, non vi è dubbio che gli amministratori debbano comunque prendere posizione sul punto⁶.

1.2. Soprattutto, però, gli investimenti delle banche nell'*information and communication technology* (ICT) sono guidati anche dalla necessità di ridurre gli ingenti costi di *compliance* alle regole che disciplinano l'esercizio dell'attività bancaria, assicurando nel contempo una maggiore efficacia dei controlli interni e dei processi di *risk management*⁷.

Gli esiti degli SREP 2023 hanno infatti evidenziato che gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili di molte banche europee sono ancora caratterizzati da un modesto livello di automazione⁸.

In particolare – è stato osservato – per assicurare la conformità dei processi aziendali, monitorare la rischiosità dell'attivo e ottemperare ai numerosi obblighi di *reporting*, è necessario che gli intermediari elaborino dati provenienti da fonti assai eterogenee. A causa però dei differenti sistemi informativi impiegati da ciascuna funzione aziendale⁹, tali dati sono spesso organizzati secondo logiche, modelli e

⁶ Questione diversa (benché collegata) è se l'esercizio di tale discrezionalità gestoria, anche in considerazione dell'attuale contesto di mercato, possa spingersi fino a ritenere la transizione digitale completamente estranea alla propria strategia aziendale (questa, in particolare, la scelta fatta dal 5,4% degli intermediari finanziari coinvolti nell'indagine di BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 11).

⁷ BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 24 e BCE, *Takeaways*, cit., 4. Condiviso in dottrina è lo stretto legame tra tali investimenti e il proliferare delle regole in materia bancaria e finanziaria: per tutti, D.W. ARNER - J. BARBERIS - R.P. BUCKLEY, *FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *Northwest. J. Int. Law Bus.* (2017), *passim*, 374 s., 377, 383 ss., 388 ss.

⁸ BCE, *Aggregated results of SREP 2023*, in www.bankingsupervision.europa.eu, par. 5.2.1 e, con specifico riferimento ai sistemi *risk data aggregation and reporting*, 5.2.3. Tale considerazione è particolarmente eloquente perché riguarda anche le banche di maggiori dimensioni e complessità operativa.

⁹ Invero, l'eterogeneità dei sistemi informatici è spesso dovuta alle numerose operazioni di aggregazione che hanno finora caratterizzato il settore bancario: INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *RegTech in Financial Services: Technology Solutions for Compliance and Reporting*, in www.iif.com, 2016, 8; N. FARHADI, *Why a Substantial Investment in Financial Services RegTech Now Will Strategically Reduce Your Future Regulatory Compliance Costs*, in *The REGTECH Book*, a cura di J. Barberis, D.W. Arner - R.P. Buckley, 2019, 146 ss.

supporti molto diversi tra loro, rendendo così necessaria una laboriosa attività di “riconciliazione”¹⁰. Il frequente ricorso a processi manuali, tuttavia, rende tale attività estremamente costosa, assai lenta e, soprattutto, esposta a numerosi errori e incongruenze¹¹.

È chiaro dunque che un più diffuso impiego della tecnologia potrebbe ridurre sensibilmente i rischi operativi connessi al funzionamento dei controlli interni e dei sistemi di monitoraggio dei rischi, assicurando non solo un significativo risparmio di spesa, ma anche una corrispondente diminuzione del contenzioso e delle sanzioni irrogate dalle autorità di vigilanza¹².

In aggiunta, la completa digitalizzazione e automazione dei processi di *risk data aggregation and reporting* consentirebbero alla banca di produrre «[comprehensive] data on an ad hoc basis for internal management purposes and in response to external request [of the competent Authority]»¹³. In questo modo, gli amministratori e i responsabili delle funzioni aziendali potrebbero beneficiare di una più accurata comprensione dei rischi d’impresa ed esercitare così un controllo “in tempo reale” sullo svolgimento dell’attività¹⁴.

¹⁰ A maggior ragione, se i dati devono essere raccolti su base consolidata, all’interno del medesimo gruppo finanziario: BCE, *Thematic Review on effective risk data aggregation and risk reporting*, in www.bankingsupervision.europa.eu, maggio 2018, *passim*, spec. 8; INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *op. cit.*, 16 ss.

¹¹ BCE, *Thematic Review on effective risk data aggregation*, *cit.*, *passim*, spec. 8, 13 s. e 16 s.; ID., *Aggregated results of SREP 2023*, *cit.*, 5.2.1 e 5.2.3. Invero, «[traditional] end-user applications [like Microsoft Excel, Access, or MatLab] are exposed to a range of potential risks: poorly written and untested formulas ..., mistakes arising from manual processes (e.g. ‘fat finger’ errors when entering data manually, copy-and-paste errors where incorrect or incomplete data is copied manually between sheets, or failure to update all necessary inputs), inconsistency ..., difficulties of supporting undocumented applications when their original developer leaves the company, [... and even] fraud» (così, B. BRADLEY - D. JONES, *Spreadsheets and End-User Computing in a Regulated World*, in *The REGTECH Book*, a cura di J. Barberis, D.W. Arner - R.P. Buckley, 2019, 152). Sui rischi legati all’inefficiente duplicazione di dati e processi e ai ritardi connessi alla gestione manuale dei dati, v. invece A.A. PAPANTONIU, *Regtech: steering the regulatory spaceship in the right direction?*, in 6 *J. of Banking and Fin. Tech.* (2022), 3.

¹² BANCA D’ITALIA, *Indagine fintech*, *cit.*, 32; ma v. *infra* nt. 31.

¹³ BCE, *Thematic Review on effective risk data aggregation*, *cit.*, 10.

¹⁴ *Ex multis*, A.A. PAPANTONIU, *op. cit.*, *passim*, spec. 1 s. e 4 s., per cui «this is extremely important in financial markets where proactive action through on-going monitoring identifies and tackles problems in advance as opposed to retrospective

Non solo. In un tale contesto, l'impiego dell'intelligenza artificiale potrebbe rendere più efficaci anche i processi di analisi dei dati raccolti¹⁵. Invero, strumenti di *machine learning*, *big data analytics* e *natural language processing* (NLP) possono migliorare l'accuratezza e la tempestività delle attività di controllo e di gestione dei rischi: ad esempio, segnalando in maniera più precisa possibili criticità o incongruenze (*red flag*) e riducendo nel contempo i cc.dd. falsi positivi¹⁶. In questo modo – è stato osservato – *risk managers* e «*compliance officers [could actually] look into potential risks rather than trying to find needles in haystacks*»¹⁷.

Da ultimo, la capacità di analizzare i comportamenti dei clienti e raccogliere i relativi dati, non solo permetterebbe – in una prospettiva commerciale – di sviluppare ulteriormente le strategie di *customer relationship management* (CRM)¹⁸, ma potrebbe altresì consentire un

enforcement when the damage has already been done»; FSB, *The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions*, in www.fsb.org, 2020, 5 e 8; e D.W. ARNER - J. BARBERIS - R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, 381 ss.

¹⁵ D.W. ARNER - J. BARBERIS - R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, 381 ss.

¹⁶ Il contrasto al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo costituisce senz'altro uno dei settori più promettenti per l'impiego di tali tecnologie (BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 37 s.). Invero, lo sviluppo di *big data analytics application* e *natural language processing tool* non solo consentirebbe una più accurata classificazione della clientela, ma permetterebbe altresì di segnalare con maggior precisione eventuali "operazioni sospette", verificando la coerenza delle transazioni con il profilo del cliente, evidenziando nuovi *pattern* comportamentali e riconoscendo in anticipo gli "schemi fraudolenti" più comuni (M. NAZZARI - M. RICCARDI, *Next Generation AML: l'uso di big data e intelligenza artificiale nell'antiriciclaggio in Italia*, in www.sas.com, marzo 2021, 18 ss.; J. JEE - F. HUTCHINSON, *RegTech Opportunities in a Post-4MLD/5MLD World*, in *The REGTECH Book*, a cura di J. Barberis, D.W. Arner - R.P. Buckley, 2019, 172 ss.). Anche l'attività di monitoraggio dei rischi e delle soglie di tolleranza previste dalla disciplina prudenziale può senz'altro beneficiare dell'intelligenza artificiale: invero, soprattutto nell'ambito delle procedure di autovalutazione, «*advanced analytics capabilities can be used to design models and evaluate how thousands of variables impact financial institutions*», migliorando le capacità predittive dei processi interni di *stress test* (così, D.W. ARNER - J. BARBERIS - R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, 396; INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *op. cit.*, 8 ss.).

¹⁷ S. ROY, *How RegTech Could Help Determine the Future of Financial Services*, in *The REGTECH Book*, a cura di J. Barberis, D.W. Arner - R.P. Buckley, 2019, 47.

¹⁸ E. BECCALLI - V. MASSIAH, *op. cit.*, 68 ss.

più puntuale rispetto dei numerosi obblighi di “profilatura” della clientela¹⁹.

1.3. A questo riguardo, sono però altrettanto noti anche i rischi e i problemi legati all’impiego di tali tecnologie.

Anzitutto – si è soliti osservare – i sistemi informativi delle banche sono spesso antiquati e privi della necessaria interoperabilità, soprattutto rispetto ai programmi più recenti (*legacy cost*)²⁰. La trasformazione digitale degli intermediari finanziari richiede dunque ingenti investimenti, i cui benefici tendono tuttavia a manifestarsi in un orizzonte di medio-lungo periodo²¹. Peraltro, «il sistema informativo di una banca» è spesso «composto da migliaia di programmi» a vario modo interconnessi tra loro, con l’effetto di rendere particolarmente difficile e rischioso intervenire su di essi senza comprometterne il complessivo funzionamento (*transition risk*)²². Soprattutto per le banche di minori dimensioni, si pone così un delicato problema

¹⁹ Il riferimento è anzitutto alla disciplina sulla prestazione dei servizi d’investimento e alla relativa valutazione di adeguatezza (G. TROVATORE - T.N. POLI, *Profili di investor protection*, in *Quaderni FinTech - L’intelligenza artificiale nell’asset e nel wealth management*, in www.consob.it, 2022, 48 ss.; A. PERRONE, *Intelligenza artificiale e servizi d’investimento*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, a cura di C. Costa - A. Mirone - R. Pennisi - P.M. Sanfilippo - R. Vigo, vol. II, t. II, Torino, 2021), ma vengono in rilievo anche gli obblighi di adeguata verifica della clientela in materia di antiriciclaggio (M. NAZZARI - M. RICCARDI, *op. cit.*, *passim*, spec. 28 s.; J. JEE - F. HUTCHINSON, *op. cit.*, 174 ss.) e - pur con qualche cautela in più - la valutazione del merito creditizio (M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in questa *Rivista*, 2023, 181 ss.; AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in www.bancaditalia.it, 2022, 14 ss.).

²⁰ Per opinione concorde, è questo uno dei maggiori ostacoli alla trasformazione digitale delle imprese: BANCA D’ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 11; N. FARHADI, *op. cit.*, *passim*.

²¹ A. GUACCERO, *Automazione dei processi e dei servizi, imputazione e responsabilità*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian - C. Sandei, Padova, 2020, 63.

²² BCE, *IT and cyber risk - Key observation*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 2023, 7; E. BECCALLI - V. MASSIAH, *op. cit.*, 76 s. Al *management* spetta dunque «una scelta di elevata complessità» e ricca di implicazioni strategiche: se cioè effettuare una «manutenzione evolutiva» dei propri sistemi informativi, oppure svilupparne integralmente di nuovi.

finanziario²³, inevitabilmente destinato a riverberarsi anche sulla redditività dell'impresa e sulle conseguenti aspettative degli investitori²⁴.

Allo stesso modo, in assenza di adeguate economie di scala e di specializzazione²⁵, molte banche preferiscono esternalizzare lo sviluppo dei propri sistemi ICT persino qualora le nuove componenti tecnologiche siano poi impiegate nell'ambito di funzioni essenziali o importanti²⁶. Sennonché, la notevole concentrazione del mercato dei *provider* tecnologici costringe spesso gli intermediari a rivolgersi a un ristretto gruppo di fornitori (rischio di concentrazione)²⁷: in questo modo, però, anche una semplice interruzione o un malfunzionamento del servizio possono pregiudicare l'intera operatività corrente della banca o addirittura comprometterne la sana e prudente gestione²⁸. Nel contempo, la scarsa "sostituibilità" di alcuni fornitori e il notevole potere contrattuale di cui questi godono possono limitare la capacità dell'intermediario di reagire a un eventuale deterioramento della qualità dei servizi esternalizzati²⁹.

²³ Per tutti, V. COLAERT, *op. cit.*, n. 44, ove anche il riferimento ai costi necessari per mantenere adeguate nel tempo le infrastrutture tecnologiche.

²⁴ Da ultimo, B. CHAROENWONG - Z.T. KOWALESKI - A. KWAN - A.G. SUTHERLAND, *RegTech: Technology-driven compliance and its effects on profitability, operations, and market structure*, in 154 *J. Financ. Econ.* (2024), 103792.

²⁵ *Ex multis*, A. CARDANI - I. GIRARDI, *Impresa bancaria ed esternalizzazione di servizi tecnologici*, in *Riv. ODC*, 2024, 596 s. e J.A. MCCAHERY - A. DE ROODE, *Governance of Financial Services Outsourcing: Managing Misconduct and Third-Party Risks*, in *www.ssrn.com*, 2018.

²⁶ EBA - EIOPA - ESMA, *ESAs Report on the landscape of ICT third-party providers in the EU*, ESA 2023 22, par. 4; BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 16 ss.

²⁷ EBA - EIOPA - ESMA, *op. cit.*, n. 28; COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment Report Accompanying the document for DORA Regulation*, SWD(2020) 198 final, 18.

²⁸ Così, A. CARDANI - I. GIRARDI, *op. cit.*, 598 s., per cui il rischio di concentrazione ha anche una rilevanza "macroprudenziale": poiché infatti «il mercato dei servizi IT è concentrato nelle mani di pochi, i fornitori assumono una sostanziale rilevanza sistemica, in quanto il "fallimento" di uno si espande ad una pluralità di enti vigilati, finendo per mettere in pericolo la stabilità dell'intero sistema finanziario». Nello stesso senso, A. GUACCERO, *op. cit.*, 63 s.

²⁹ Per l'affermazione secondo cui «il monitoraggio della banca» deve confrontarsi «con il problema dell'asimmetria di potere di cui può godere il fornitore, specialmente

Invero, l'incremento della digitalizzazione è destinato a incidere profondamente anche sull'effettiva conformazione del rischio operativo di ciascuna banca, soprattutto per quanto riguarda la sicurezza e il corretto funzionamento dei sistemi informativi (*cyber risk*)³⁰. Non solo. Se infatti le nuove tecnologie promettono di rimediare ai tradizionali difetti della *compliance* manuale³¹, eventuali malfunzionamenti o errori di programmazione dei sistemi ICT potrebbero avere gravi conseguenze “sistemiche” su tutta l'organizzazione d'impresa (soprattutto se non individuati e corretti tempestivamente)³².

Proprio per queste ragioni, quindi, l'utilizzo di strumenti tecnologici e di intelligenza artificiale è spesso dettagliatamente regolato, sia nei suoi aspetti generali, che nelle sue applicazioni particolari. È chiaro dunque che la trasformazione digitale possa a sua volta comportare nuovi costi di *compliance* per le banche: costi che dovranno essere anch'essi adeguatamente soppesati dall'organo amministrativo nell'ambito delle proprie scelte strategiche.

Allo stesso modo, per minimizzare tali rischi e monitorare il corretto funzionamento dei sistemi informativi, è necessario che le funzioni aziendali dispongano sempre di risorse adeguate, sia in termini

all'interno di un mercato di servizi IT particolarmente concentrato», A. CARDANI - I. GIRARDI, *op. cit.*, 624 s., secondo cui «tale asimmetria può essere ricondotta almeno ad una triplice forma: (1) un *outsourcer* troppo influente per dimensioni e reputazione perché la banca possa incidere sulla sua operatività; (2) un *outsourcer* troppo “unico” nel proprio ruolo perché la banca possa sostituirlo facilmente; (3) un *outsourcer* troppo integrato nei sistemi operativi perché la banca possa supplire a tale fornitura».

³⁰ OECD Principles of Corporate Governance 2023 - I.F.; BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech*, cit., 32; A. TINA, *Cybersicurezza: integrità dei processi e dei dati*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian - C. Sandei, Padova, 2020.

³¹ Invero, anche il rapporto tra costi e benefici connessi all'impiego di nuove tecnologie è oggetto di studi contrastanti. Si vedano, per esempio, le conclusioni raggiunte da B. CHAROENWONG - Z.T. KOWALESKI - A. KWAN - A.G. SUTHERLAND, *op. cit.*, *passim*: «we document a role for technology in improving financial service quality by enhancing employee monitoring. The associated savings we find, however, appear far smaller than the total technology implementation costs, indicating that investment complementarities are important to facilitating adoption» (p. 3).

³² A.A. PAPANTONIU, *op. cit.*, par. 6.1, che parla a questo riguardo di «disproportionately large effects»; e V. COLAERT, *RegTech as a response to regulatory expansion in the financial sector*, in *www.ssrn.com*, 2018, n. 26 s., per cui «an error in the system creates problems on a much wider scale than an individual human error in the absence of a RegTech system».

finanziari che di personale³³. Accanto però all'esigenza di contenere i costi organizzativi, è proprio la gestione del personale a rivelarsi spesso problematica³⁴, sia per la difficoltà nel reperire lavoratori altamente specializzati³⁵, sia per le possibili "resistenze" interne dovute all'impatto delle nuove tecnologie sullo svolgimento delle mansioni quotidiane³⁶. All'evidenza, il problema è destinato a porsi in termini assai più gravi qualora siano impiegati strumenti di intelligenza artificiale³⁷, il cui utilizzo può infatti ingenerare un atteggiamento di eccessiva "deferenza" da parte di chi – soprattutto in assenza di competenze adeguate – deve interpretarne i responsi³⁸.

³³ In termini generali, rispetto alle funzioni di controllo interno, EBA, *Orientamenti sulla governance interna*, EBA/GL/2021/05, n. 177; con particolare riferimento invece alla gestione dei rischi informatici, EBA, *Orientamenti sulla gestione dei rischi ICT e di sicurezza*, EBA/GL/2019/04, n. 3.

³⁴ Sottolinea l'importanza «di ripensare alle competenze critiche per il futuro» delle banche e di adeguare conseguentemente anche «i paradigmi della formazione in azienda», N. BERNASCONI, *Digitalizzazione e nuovi profili di competenza per lo sviluppo delle attività bancarie*, in *Digital banking e FinTech. L'intermediazione finanziaria tra cambiamenti tecnologici e sfide di mercato*, a cura di V. Boscia - C. Schena - V. Stefanelli, Roma, 2020, 145.

³⁵ In proposito, E. MCCAUL, *Supervising the future of banking*, cit. e BCE, *Takeaways*, cit., 7, sottolineando come «banks [often] identify a "war for talents" in the market to attract and retain digital and IT experts as a key challenge at all levels within their organization».

³⁶ Invero, «il processo di trasformazione digitale della banca» porta con sé «l'esigenza della riqualificazione del personale, che deve entrare nella logica digitale ed essere in grado di utilizzare i nuovi strumenti e le nuove modalità di lavoro» (R. LOCATELLI - C. SCHENA - A. TANDA, *op. cit.*, 43, per cui tale processo potrebbe comportare anche «un eccesso di personale, spesso legato al ridimensionamento delle reti tradizionali»).

³⁷ Tali algoritmi sono spesso programmati per funzionare come vere e proprie *black-box*, la cui "spiegabilità" è oggi al centro di un acceso dibattito: sul punto, M. PEREL - N. ELKIN-KOREN, *Black box tinkering: beyond disclosure in algorithmic enforcement*, in 69 *Fl. L. Rev.* (2017), 181 e F. PASQUALE, *The blackbox society*, Cambridge, 2015.

³⁸ A.A. PAPANTONIU, *op. cit.*, par. 6.2; nella dottrina italiana, con riferimento agli amministratori, N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, t. I, Torino, 2022, 1191 s.

1.4. In conclusione, il crescente impiego della tecnologia negli assetti organizzativi³⁹ e la conseguente digitalizzazione dei processi aziendali non comportano necessariamente una *riduzione* del complessivo rischio operativo. Vero è, invece, che la trasformazione digitale dell'impresa comporta senz'altro una *metamorfosi* dei rischi cui è complessivamente esposta la banca: la maggiore efficacia dei controlli interni e dei processi di *risk management*, infatti, è spesso accompagnata dalla necessità di cospicui investimenti, da un possibile calo della redditività nel breve periodo, dalla nascita di nuovi rischi e dal potenziale aumento dei costi di *compliance*.

L'efficienza di tale processo dipende dunque dalle peculiari caratteristiche di ciascun intermediario e, soprattutto, dalla sua capacità di gestire adeguatamente i particolari rischi operativi, strategici e reputazionali connessi all'utilizzo di una certa tecnologia, così da poterne cogliere appieno i benefici e le potenzialità⁴⁰.

Non vi è dubbio, dunque, che la progressiva digitalizzazione dell'organizzazione bancaria sia ormai diventata un processo ineludibile per banche e intermediari finanziari: è pertanto dovere degli amministratori elaborare una specifica strategia al riguardo⁴¹. Nondimeno, determinare tempi e modi di tale trasformazione costituisce a tutti gli effetti una scelta gestoria: essa pertanto – almeno in linea di principio – dovrebbe essere rimessa alla discrezionalità

³⁹ Nonostante le scienze aziendali siano solite distinguere tra assetti organizzativi in senso stretto e assetti amministrativi (questi ultimi da intendersi come «l'insieme delle procedure e dei processi atti ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento delle attività aziendali e delle loro singole fasi»: così, ASSONIME, *Le nuove regole societarie sull'emersione anticipata della crisi di impresa e gli strumenti di allerta*, Circolare 2 agosto 2019, n. 19, 21, richiamata anche da P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 23 s.), entrambi questi elementi costituiscono pur sempre espressione particolare del medesimo principio organizzativo: per questa ragione, nel testo si preferisce fare genericamente riferimento agli assetti organizzativi nell'accezione più lata del termine.

⁴⁰ Invero, al pari degli atti gestori in senso stretto, anche gli atti organizzativi «richiedono all'amministratore di temperare costi e benefici e di allocare risorse, assumendo i rischi di tale valutazione in contesti d'incertezza»: così, M. TABELLINI, *Business Judgement Rule e scelte organizzative*, in *Giur. it.*, 2021, 108 s. (per ulteriori riferimenti bibliografici, v. *infra* par. 4.1., spec. nt. 77 e 78).

⁴¹ BCE, *IT and cyber risk*, cit., 3. Anche in questo caso, rimane tuttavia aperto il problema di cui *supra* nt. 6.

dell'organo amministrativo, benché sempre più spesso il legislatore e l'autorità di vigilanza intervengano a individuare criteri e obiettivi cui tali scelte devono necessariamente conformarsi⁴².

2. *La ripartizione delle competenze in seno al consiglio di amministrazione*

Come s'è detto, dunque, la trasformazione digitale delle banche coinvolge due diversi profili, tra loro senz'altro complementari: le strategie aziendali dell'intermediario, da un lato, e l'effettiva conformazione dei rischi d'impresa, dall'altro. Entrambi questi elementi devono allora essere espressamente valutati dal consiglio di amministrazione, riflettendosi anche sulla ripartizione interna delle competenze.

Conformemente a tale impostazione, le Disposizioni di vigilanza assegnano infatti all'«organo con funzione di supervisione strategica» il compito di: (i) definire e approvare la «strategia ICT» della banca, esplicitando gli indirizzi generali di sviluppo e «l'evoluzione pianificata dell'architettura» informatica, nonché gli «obiettivi in materia di sicurezza dell'informazione» (Circolare 285/2013, Parte prima, Tit. IV, Cap. 4, Sez. II, par. 2.1)⁴³; (ii) identificare, nell'ambito del *risk appetite framework* (RAF), gli specifici «obiettivi», le «soglie di tolleranza» e le corrispondenti «politiche di governo» dei rischi ICT (Cap. 3, Sez. II, par. 2). Entrambi i profili – come si è detto – sono poi elementi coesenziali della strategia digitale di ciascun intermediario, ed è pertanto necessario assicurare sempre «una stretta coerenza e un puntuale raccordo» tra i piani strategici, le preferenze di rischio e gli assetti organizzativi della banca (Cap. 3, All. C, par. 2).

Spetta invece all'«organo con funzione di gestione» dare attuazione ai predetti indirizzi (Cap. 3, Sez. II, par. 2), individuando «le misure» più opportune «per conseguire gli obiettivi della strategia ICT» e monitorando periodicamente l'adeguatezza delle stesse (Cap. 4, Sez. II,

⁴² Così, con specifico riferimento all'esternalizzazione di funzioni essenziali, A. CARDANI - I. GIRARDI, *op. cit.*, 607 ss., spec. 610 ss.

⁴³ Si tratta del resto di previsioni conformi alle indicazioni generali di cui al Cap. 1, Sez. III, par. 2.1 e Cap. 3, Sez. II, par. 2.

par. 2.2)⁴⁴. Nel rispetto «delle linee di indirizzo» elaborate dal consiglio (Cap. 3, Sez. II, par. 2), compete dunque agli amministratori delegati *definire* la struttura organizzativa delle funzioni ICT deputate ai controlli di primo e secondo livello⁴⁵, nonché le procedure per la gestione delle operazioni e dei rischi informatici (Cap. 4, Sez. II, par. 2.2). Tali assetti tuttavia – e più in generale i sistemi informativi e di gestione dei rischi ICT – devono essere poi *approvati* dal collegio, che in materia non può dunque “limitarsi” a valutarne *ex post* l’adeguatezza (Cap. 4, Sez. II, par. 2.1 e Cap. 3, Sez. II, par. 2)⁴⁶.

In conclusione – fatte salve le «questioni che, per il loro contenuto o la rilevanza non strategica, possono più efficacemente essere affrontate dall’organo con funzione di gestione o dalle strutture aziendali» (Cap. 1, Sez. III, par. 2.2, lett. e) – si deve dunque ritenere che il consiglio di amministrazione debba essere sempre coinvolto nelle decisioni che riguardano l’impiego di nuove tecnologie. Ciò può avvenire nella forma di una vera e propria competenza non delegabile se la decisione incide sulle strategie aziendali o sulla concreta conformazione dei rischi, oppure con l’approvazione delle determinazioni assunte dall’organo delegato negli altri casi⁴⁷.

⁴⁴ Più nel dettaglio, le *Disposizioni di vigilanza* chiedono all’organo con funzione gestoria di «monitorare e *misurare* l’efficacia» di tali provvedimenti e di curarne «il riesame periodico per assicurarne l’adeguatezza e la coerenza con la strategia aziendale nel tempo».

⁴⁵ Mentre infatti la «funzione ICT» è responsabile «dello svolgimento dei processi operativi» e dei “controlli di primo livello”, la «funzione di controllo dei rischi ICT e di sicurezza» è «responsabile del monitoraggio e del controllo» di “secondo livello” dei rischi informatici (Circolare 285/2013, Parte prima, Tit. IV, Cap. 4, Sez. II, par. 3 e 4).

⁴⁶ C. FRIGENI, *Prime considerazioni sulla normativa bancaria in materia di “organo con funzione di supervisione strategica”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 494 s.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell’organo di supervisione strategica e dell’organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *BIS*, 2015, 31. Per l’opposta soluzione accolta dall’art. 2381 c.c., P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, 497 s., sottolineando come il riferimento ad espressioni quali “valutare” o “esaminare” escluda la necessità di «un atto deliberativo propriamente inteso» del consiglio di amministrazione.

⁴⁷ In ogni caso, il consiglio di amministrazione «non si può limitare alla ratifica di proposte provenienti da altri organi sociali» (*in primis* dal comitato esecutivo) «o da

Si tratta invero di una marcata deroga alla disciplina sulla *governance* delle società per azioni, giustificata dalle particolarità che caratterizzano l'attività bancaria⁴⁸. Secondo la disciplina generale, infatti, solo gli amministratori delegati sono «coinvolti in prima persona» nella gestione corrente della società⁴⁹, della quale conoscono pertanto «i fatti e le criticità»⁵⁰. In questo senso, la ripartizione di competenze tratteggiata dal terzo e dal quinto comma dell'art. 2381 c.c. risponde dunque a «insopprimibili esigenze di funzionalità e di efficienza amministrativa»⁵¹.

Con l'obiettivo invece di evitare pericolose «concentrazioni di potere» (Cap. 1, Sez. II, par. 1)⁵², la disciplina prudenziale preferisce

funzioni aziendali» (così, C. FRIGENI, *Prime considerazioni*, cit., 491; V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 31).

⁴⁸ C. FRIGENI, *Prime considerazioni*, cit., 492 s. e 494 s.; A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *BIS*, 2017, 46 ss.

⁴⁹ Così, A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti in seno al consiglio di amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 255. Analogamente, O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, vol. 4, Torino, 1991, 286 s., per cui al cuore dell'istituto vi sarebbe «la consapevolezza che i delegati possono essere modellati sì come organi sostanzialmente esecutivi ... ma anche quali effettivi centri decisionali». Nette sono le conseguenze che, in materia di assetti organizzativi, ritiene di poter trarre da tali premesse M. IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 26 ss., spec. 35 s.; in senso contrario, P. ABBADESSA, *op. cit.*, 493 ss.

⁵⁰ F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 49 s. e 53 s.

⁵¹ Così, G. FANELLI, *La delega di potere amministrativo nella società per azioni*, Milano, 1952, 5 s.: tali esigenze, infatti, sono «la natura conseguenza dello sviluppo dimensionale delle imprese sociali, la cui organizzazione, man mano che diviene più complessa, richiede inevitabilmente una maggiore articolazione dell'organo amministrativo». Dubita infatti che possa dirsi senz'altro «adeguata» la scelta di attribuire al *plenum* la competenza esclusiva in materia di assetti organizzativi, A. MIRONE, *Assetti organizzativi, riparti di competenze, e modelli di amministrazione: appunti alla luce del "decreto correttivo" al Codice della crisi dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 199 s.

⁵² C. BRESCIA MORRA, *Le norme sulla corporate governance delle banche: un ritorno all'antico?*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari - S.A. Cerrato - E.R. Desana, vol. II, Torino, 2022, 1115 ss.

valorizzare la volontà collegiale del *plenum*⁵³, incoraggiando lo sviluppo di «un'adeguata dialettica» interna e il «contributo consapevole e ragionato» di tutti gli amministratori (Cap. 1, Sez. V, par. 2.2, lett. *a* ed *e*)⁵⁴. Proprio per questa ragione, «la composizione degli organi di amministrazione e controllo deve essere adeguatamente diversificata», così che il consiglio possa «complessivamente» disporre di tutte le competenze necessarie ad assicurare la sana e prudente gestione della banca (art. 11, co. 1 e 2, d.m. 23 novembre 2020, n. 169)⁵⁵. Del resto, secondo quanto previsto dall'art. 26 t.u.b., anche i membri non esecutivi devono sempre agire «con piena indipendenza di giudizio» (art. 15 d.m. 23 novembre 2020, n. 169)⁵⁶ e dimostrare di avere un'«adeguata conoscenza del *business* bancario», della regolamentazione finanziaria «e, soprattutto, delle metodologie di gestione e controllo dei rischi» (Circolare 285/2013, Cap. 1, Sez. IV, par. 1)⁵⁷. Ciò, all'evidenza, è fondamentale soprattutto per quelle decisioni che riguardano l'impiego di nuove tecnologie, la cui adeguata ponderazione può senz'altro beneficiare di un “dialogo a più voci” e

⁵³ C. FRIGENI, *Prime considerazioni*, cit., 493 ss.; in senso critico, ritenendo «eccessiva e non proporzionata» l'«intrusione del legislatore europeo», C. BRESCIA MORRA, *op. cit.*, 1115 ss., per cui sarebbe ancora da dimostrare che «il modello imprenditoriale accentrato nelle mani di un amministratore delegato, se soggetto a rigorosi ed efficienti meccanismi di controllo ..., dia luogo a risultati economici peggiori di un modello imprenditoriale in cui le decisioni cruciali, come quelle sulla strategia aziendale, siano affidate a una decisione collegiale».

⁵⁴ Invero, anche qualora siano delegati «rilevanti poteri di gestione» a «un singolo esponente aziendale o al comitato esecutivo» per «conferire unitarietà alla conduzione aziendale», è comunque indispensabile «preservare una corretta e costruttiva dialettica interna» (Circolare 285/2013, Sez. III, par. 2.2, let. *h*).

⁵⁵ I. GIRARDI - G. NUZZO *Commento all'art. 26 t.u.b.*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa - A. Mirone, Torino, 2024, 227 ss.

⁵⁶ L'obiettivo, all'evidenza, è quello di evitare pericolose dinamiche di *group-thinking*: in argomento, N. USAI, *L'indipendenza comportamentale degli amministratori*, in AGE, 2022, 450 ss. Sottolinea in particolare la necessità «*to further improve the collective suitability of the boards, as well their challenging capacity*», BCE, *SSM supervisory priorities for 2024 -2026*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 2023.

⁵⁷ Sul punto, I. GIRARDI - G. NUZZO, *op. cit.*, *passim*.

dell'intervento di amministratori dotati di specifiche competenze informatiche⁵⁸.

Allo stesso modo – per colmare l'inevitabile “distanza” dalla gestione corrente – le Disposizioni di vigilanza autorizzano gli amministratori non esecutivi ad acquisire informazioni anche attraverso i comitati interni⁵⁹ o addirittura rivolgendosi direttamente ai responsabili delle funzioni aziendali di controllo (Cap. 1, Sez. III, par. 2.2, let. *b* e Sez. IV, par. 2.2, let. *a*)⁶⁰. Allo scopo poi di assicurare che i sistemi informativi della banca si sviluppino in maniera coerente con le strategie d'impresa, la funzione di controllo dei rischi ICT non solo deve «concorrere alla definizione della *policy* di sicurezza dell'informazione»⁶¹, ma deve essere «coinvolta attivamente» anche

⁵⁸ Sottolineano la necessità che i consigli di amministrazione dispongano di adeguate competenze informatiche, BCE, *SSM supervisory priorities*, cit., Priority 2 e BANCA D'ITALIA, *Orientamenti sulla composizione e sul funzionamento dei consigli di amministrazione delle LSI*, in www.bancaditalia.it, 2022, 2. Per l'affermazione secondo cui è indispensabile che gli amministratori «conoscano e comprendano» la «struttura informatica» dell'impresa societaria, N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti*, cit., 1191 s. e 194 ss. Nonostante tutto – è stato osservato – «13% of significant institution still report that no board members have IT expertise» (BCE, *Takeaways*, 8).

⁵⁹ Il comitato rischi svolge in proposito un ruolo essenziale, ponendosi quale “collettore” delle informazioni raccolte dalle funzioni di *risk management*. Più nel dettaglio, infatti, «*the risk committee has the responsibilities of identifying, measuring, and reporting all material risks in the firm, advising the management body on overall risk appetite and strategy*» (I. Y-H CHIU - J. WILSON, *Banking Law and Regulation*, Oxford, 2019, 547 s.). A questo scopo, «il comitato dei rischi dovrebbe quantomeno ricevere periodicamente relazioni, informazioni *ad hoc*, comunicazioni e pareri da parte dei responsabili delle funzioni di controllo interno» (EBA, *Orientamenti in materia di governance interna*, EBA/GL/2021/14, n. 58, let. *b*).

⁶⁰ A. MINTO, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 30. Si tratta all'evidenza di regole assai lontane dalla disciplina di cui 2381, sesto co., c.c. La dottrina maggioritaria tende infatti a negare che, in assenza di apposita clausola statutaria (cfr. art. 3, racc. 17, quarto par., Codice di *corporate governance*), i singoli amministratori vantino poteri individuali di ispezione e controllo sulle funzioni aziendali: così, *ex multis*, P. MONTALENTI, *La corporate governance nelle società per azioni: profili generali*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, t. II, Torino, 2022, 1196; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, 384 s.; e P. ABBADESSA, *op. cit.*, 505 s.

⁶¹ Tale *policy*, dovrà poi essere approvata dall'organo con funzione di supervisione strategica: Circolare 285/2013, Cap. 4, Sez. II, par. 2.1.

«nei progetti di modifica sostanziale del sistema informativo» (Cap. 4, Sez. II, par. 4)⁶².

3. Il problema: adeguatezza degli assetti organizzativi, principi di corretta amministrazione e sana e prudente gestione

La complessità delle valutazioni sottese ai processi di trasformazione digitale mostra con chiarezza la discrezionalità di cui necessariamente godono gli amministratori in un tale contesto, chiamati a plasmare l'architettura informatica e tecnologica della banca in funzione delle particolari caratteristiche di ciascun intermediario (par. 1.4).

L'esercizio di tale discrezionalità incontra tuttavia un sicuro limite nel dovere di predisporre assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati (artt. 2086, primo co., e 2381, terzo e quinto co., c.c.), tenendo conto della necessità di assicurare la sana e prudente gestione dell'impresa bancaria (art. 5 t.u.b.). In sempre più occasioni, le nuove tecnologie sembrano infatti porsi quali strumenti necessari a garantire il sostanziale rispetto della disciplina prudenziale e delle regole poste a protezione dei clienti. Ci si deve allora domandare se (o quando) l'adozione di simili presidi tecnologici ecceda i confini della semplice discrezionalità gestoria e sia pertanto da considerarsi *doverosa* ai sensi delle norme da ultimo richiamate⁶³.

Si è già detto, per esempio, che la digitalizzazione dei processi di raccolta e analisi dei dati costituisce «[an] *essential precondition for proper risk governance and sound risk-based decision making*» (par.

⁶² Con riferimento all'esternalizzazione di funzioni aziendali, A. CARDANI - I. GIRARDI, *op. cit.*, 604 ss., per cui tale norma richiede il coinvolgimento delle funzioni aziendali deputate ai controlli di secondo livello «sin dalla fase decisionale». In particolare, secondo questa impostazione, i responsabili di tali funzioni devono «confrontarsi direttamente con l'organo amministrativo o gli organi delegati», fino al punto di «mettere in discussione la decisione che gli amministratori intendono adottare».

⁶³ Si pongono questo interrogativo N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti*, cit., 1199 ss., concludendo che, almeno «nelle imprese di maggiori dimensioni ovvero operanti in settori di maggiore complessità», «l'intrinseca funzionalità ad una più efficace realizzazione degli obiettivi» di corretta gestione dell'impresa rende l'impiego delle più moderne tecnologie (e, in particolare, dei sistemi di intelligenza artificiale) una «componente rilevante, se non anche, in linea prospettica, necessaria, di un apparato organizzativo e amministrativo ... adeguato».

1.2)⁶⁴. Se questo è vero – ci si chiede – le banche che non hanno sviluppato un sistema automatico di *risk data aggregation and reporting* dispongono comunque «di una chiara struttura organizzativa» e di «processi efficaci» per individuare, gestire e monitorare i rischi cui sono esposte (art. 97 CRD IV)⁶⁵? O ancora: adempiono correttamente alle prescrizioni in materia di antiriciclaggio quegli intermediari che non si avvalgono di sistemi elettronici per l'identificazione della clientela o non sviluppano strumenti di intelligenza artificiale per la segnalazione di operazioni sospette?⁶⁶.

Numerosi altri esempi potrebbero essere fatti⁶⁷. Preme tuttavia evidenziare sin d'ora che, nell'ordinamento bancario, tali interrogativi

⁶⁴ BCE, *Thematic Review on effective risk data aggregation*, cit., *passim* (le citazioni riportate nel testo sono a p. 1).

⁶⁵ Sul punto, E. MCCAUL, *Rising to the challenge: the role of boards ineffective bank governance*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 17 aprile 2023; J. MULDER, *RegTech: Tackling Regulation with Innovation*, in *The REGTECH Book*, a cura di J. Barberis, D.W. Arner - R.P. Buckley, 2019, 27. L'adozione di tali sistemi IT è del resto considerata una priorità dalla BCE, *SSM supervisory priorities*, cit. Invero, «many credit institutions lacked the ability to aggregate risk exposures and identify concentrations quickly and accurately at group level, across business lines and legal entities ... As a result, those credit institutions' ability to take timely decisions was seriously impaired, with wide-ranging consequences for the credit institutions themselves and the financial sector as a whole» (così, BCE, *Thematic Review on effective risk data aggregation*, cit., 2, pur ammettendo che lo sviluppo di tali sistemi richiede significativi investimenti «[and a] state-of-the-art IT infrastructure»).

⁶⁶ Sull'utilizzo delle nuove tecnologie rispetto all'obbligo di dotare l'impresa di assetti organizzativi adeguati in materia di antiriciclaggio, A. PERRONE, *La nuova vigilanza. Regtech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 518 s.; D.W. ARNER - J. BARBERIS - R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, 391 ss. e 395; J. JEE - F. HUTCHINSON, *op. cit.*, 174 ss. Da ultimo, anche il legislatore europeo ha invitato gli intermediari a «prendere in considerazione» l'impiego degli strumenti elettronici per l'identificazione a distanza della clientela disciplinati dal Regolamento (UE) 910/2014 (così, il considerando 66 del Regolamento (UE) 2024/1624).

⁶⁷ Così, nella prestazione di servizi d'investimento, ci si domanda «se, nell'attuale contesto economico o tecnologico, l'adempimento dell'obbligo di diligenza imponga all'intermediario il ricorso a tecniche di *big data analytics*» (A. PERRONE, *Intelligenza artificiale e servizi d'investimento*, cit., 725 s.). Alcuni autori negano l'esistenza di un simile dovere, pur sottolineando che «la libera scelta di utilizzare sistemi fondati sui *big data* ... comporta la necessità di osservare *standard* qualitativi maggiormente stringenti», a cominciare dal dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati (ID., *op. cit.*). Altri autori ipotizzano invece che «in the near future financial supervisors will consider this an element of professional behaviour in the best interest of the

sono destinati a svilupparsi su un duplice versante. Conformemente infatti alle indicazioni provenienti dal diritto generale dell'impresa e delle società, l'adeguatezza degli assetti rileva anzitutto quale declinazione particolare dell'obbligo di gestire la società «con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle ... specifiche competenze» di ciascun amministratore (artt. 2392, primo co., e 2380-bis c.c.)⁶⁸. In questo senso, la scelta di (non) adottare particolari tecnologie deve essere allora vagliata alla luce dei «principi di corretta amministrazione» (art. 2403, primo co., c.c.) e diventa così «misura» per valutare l'eventuale responsabilità degli amministratori nei confronti della società e dei terzi.

Nel contempo, però, tali decisioni si riverberano inevitabilmente anche sulla sana e prudente gestione della banca e, pertanto, sull'effettivo rispetto della disciplina prudenziale e delle regole poste a tutela dei clienti⁶⁹. Si tratta dunque di indagare con maggior precisione i limiti che incontra l'autorità di vigilanza nel valutare il corretto

client», fermo restando in ogni caso che qualora un intermediario già raccolga simili dati «for CRM purposes, [it should not] neglect this information in the context of the client's MiFID profile» (V. COLAERT, *op. cit.*, n. 21). Simili interrogativi, del resto, non popolano solo l'ordinamento finanziario, ma pervadono lo stesso diritto generale delle società (N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti*, cit., 1199 ss.): così, per esempio, rispetto all'«obbligo di istituire e mantenere dispositivi, sistemi e procedure efficaci al fine di prevenire e individuare manipolazioni del mercato e tentativi di abuso di informazioni privilegiate», N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'invormazione*. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility, in *Riv. soc.*, 2020, 1337 s. sottolineano «l'opportunità di includere siffatte tecnologie negli assetti» organizzativi delle società quotate.

⁶⁸ È tuttavia discusso se l'istituzione di assetti adeguati sia espressione del principio generale di diligente gestione *ex art.* 2392 c.c. (P. ABBADESSA, *op. cit.*, 493) o costituisca invece un autonomo obbligo a contenuto specifico, da ricondursi ai principi di correttezza gestionale *ex art.* 2403 c.c. (P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi*, cit., *passim*, spec. 21 s.). Tale interrogativo – come si dirà (*infra* par. 4) – rileva soprattutto rispetto alla possibilità di applicare la *business judgement rule* alle decisioni in materia di organizzazione.

⁶⁹ Le regole in materia di liquidità e fondi propri presuppongono infatti l'esistenza di processi e strutture organizzative capaci di garantire la corretta rilevazione e la prudente assunzione dei rischi: *ex multis*, S.L. SCHWARCZ, *Too Big to Fool: Moral Hazard, Bailouts, and Corporate Responsibility*, in 102 *Minn. L. Rev.* (2017), 776 ss. e, con specifico riferimento alla gestione dei rischi ICT, COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation on digital operational resilience for the financial*, SWD(2020) 198 final, 37.

esercizio della discrezionalità di cui pure godono gli amministrati in tali circostanze: limiti che, in ipotesi, possono essere diversi da quelli normalmente collegati allo scrutinio *ex art. 2392 c.c.*

4. *Il giudizio sull'adeguatezza degli assetti e il riesame delle decisioni degli amministratori*

Talvolta, è il legislatore stesso a imporre l'adozione di particolari tecnologie⁷⁰, come sempre più spesso accade nell'ambito dei servizi di pagamento⁷¹. In altre occasioni, la regolamentazione si sofferma invece sulle caratteristiche che alcune tecnologie dovrebbero senz'altro avere⁷², cercando in questo modo di favorire la convergenza spontanea del mercato verso *standard* di sicurezza condivisi⁷³.

Più spesso, tuttavia, è compito dell'interprete verificare se l'adozione di una particolare tecnologia sia o meno da considerarsi doverosa (par. 3). Nondimeno, poiché tale valutazione spetta in prima

⁷⁰ V. COLAERT, *op. cit.*, n. 17; A. PERRONE, *Intelligenza artificiale e servizi d'investimento*, cit., 725 s.

⁷¹ Così, l'obbligo di consentire l'accesso ai conti di pagamento da parte di prestatori terzi (art. 67 Direttiva (UE) 2015/2366 - PSD 2) deve essere adempiuto attraverso lo sviluppo di *application programming interfaces* (API) conformi alle caratteristiche tecniche di cui agli art. 30 ss. Regolamento delegato (UE) 2018/389. Allo stesso modo, anche l'obbligo di istituire «misure solide e aggiornate» per prevenire frodi ed errori a danno dei clienti (considerando 20 Regolamento (UE) 2024/886) trova specifica declinazione – tra le altre cose – nel dovere di sviluppare sistemi informatici per verificare la corrispondenza tra IBAN e beneficiario (art. 5-*quater* Regolamento (UE) 260/2012, come modificato dal Regolamento (UE) 2024/886) e nel dovere di dotarsi di sistemi di autenticazione forte per la disposizione delle operazioni di pagamento (art. 97, par. 1, PSD 2 e art. 4 ss. Regolamento delegato (UE) 2018/389).

⁷² Per esempio, allo scopo di attestare la conformità degli strumenti ICT a «determinati requisiti di sicurezza», è stato recentemente istituito un «quadro europeo per la certificazione della cibersecurity» (artt. 46 ss. Regolamento (UE) 2019/881 - *Cybersecurity Act*), secondo uno schema analogo a quanto già previsto dall'art. 42 Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR). Pur facoltativa (art. 56, par. 2, *Cybersecurity Act*; art. 42, par 3, GDPR), è chiaro che, in via di fatto, l'esistenza di una simile certificazione non possa essere ignorata nella valutazione sull'adeguatezza di assetti organizzativi che impiegano sistemi ICT.

⁷³ Con riferimento ai servizi di pagamento, COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sulla revisione della Direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno*, COM(2023) 365 final, 5.

battuta agli amministratori, l'interrogativo è inevitabilmente affrontato all'interno del più generale dibattito sulla determinazione dei confini entro i quali si può spingere il riesame delle loro scelte: se cioè è possibile applicare la *business judgement rule* anche alle decisioni che hanno ad oggetto l'obbligo di istituire assetti organizzativi adeguati.

4.1 Secondo un primo indirizzo, la discrezionalità di cui inevitabilmente godono gli amministratori sembrerebbe impedire qualsiasi valutazione sostanziale del “merito gestorio” connesso a tali scelte organizzative⁷⁴. Se infatti la *business judgement rule* nasce dall'«incertezza presente in ogni decisione imprenditoriale»⁷⁵, questa stessa esigenza si può ben manifestare anche rispetto all'adempimento degli obblighi *ex art. 2381 c.c.* Invero, esistono numerosi modelli e metodologie organizzative (spesso anche molto diverse tra loro)⁷⁶ e ogni società è pertanto chiamata a individuare la soluzione «che meglio si adatta alle circostanze concrete in cui essa opera»⁷⁷. Si tratta allora di considerare i costi e i benefici associati a ciascuna soluzione, valutando l'efficacia del modello prescelto rispetto ai vincoli di natura finanziaria

⁷⁴ Sulla natura “gestoria” degli atti organizzativi, G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari*, a cura di C. Di Noia - M. Bianchini, Milano, 2010, 63.

⁷⁵ Si tratta di un principio oramai consolidato. Se infatti la «competenza decisionale, attribuita inoltre in via esclusiva agli amministratori, implica un potere discrezionale ... sarebbe poi contraddittorio sindacare successivamente il merito»: così, C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 687 ss.

⁷⁶ Il “grado di procedimentalizzazione” delle attività di controllo interno costituisce un buon esempio del problema: sul punto, sia consentito il rinvio a A. VALZER, *La disciplina del credito ai consumatori per l'acquisto di immobili residenziali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, p. 913 ss. e, con riferimento al diritto bancario, M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI, *Credito cooperativo e proporzionalità nel diritto bancario europeo*, Milano, 2024, 147 ss., spec. 151 ss.

⁷⁷ Così, R. FORMISANI, *Business judgment rule e assetti organizzativi: incontri (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 479 ss.; M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Riv. ODC*, 2014, 1 ss. e 8 ss., pur precisando che, a questo riguardo, gli amministratori dispongono di una semplice discrezionalità tecnica. In giurisprudenza, Tribunale di Roma, 6-8 aprile 2020 e 15 settembre 2020, con nota adesiva di S. FORTUNATO, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgement Rule*, in *Giur. Comm.*, 2021, II, 1380 ss. e 1384 s.

cui è irrimediabilmente soggetta ogni impresa, nonché ai riflessi della scelta sull'organizzazione e sull'economicità dell'attività⁷⁸.

Secondo una diversa opinione, tuttavia, il riferimento codicistico ai principi di corretta amministrazione attribuisce un particolare rilievo giuridico alle norme tecnico-aziendali e alle *best practices* di settore (art. 2403 c.c.)⁷⁹, declinando in regole puntuali la clausola generale di adeguatezza degli assetti⁸⁰. Il che, a maggior ragione, dovrebbe valere rispetto all'ordinamento bancario, dove la regolamentazione amministrativa e, soprattutto, gli orientamenti delle autorità di vigilanza specificano in maniera assai analitica le strutture e i processi che ciascun intermediario deve senz'altro adottare⁸¹: non è raro infatti che

⁷⁸ Così, V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 34, che ritiene tali decisioni senz'altro afferenti alla sfera della «discrezionalità imprenditoriale»; ID., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, Torino, 2019, 301; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413, *passim*, per cui tali scelte – «connotate da un elevato grado di complessità» – sono inevitabilmente condizionate da «valutazioni di opportunità e convenienza economica» (p. 441); E. BARCELLONA, *Business Judgment Rule e interesse sociale nella "crisi"*, Milano, 2020, 51 ss.; sottolineano la «discrezionalità della scelta amministrativa di allocazione di risorse limitate», N. ABRIANI - A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 396.

⁷⁹ Sulla funzione di tali principi nell'ordinamento societario, P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 3 ss.

⁸⁰ P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi*, cit., 4, pur sottolineando anche in questo caso la necessità di «un'approfondita valutazione di *costs and benefits*»; con particolare riferimento ai sistemi di controllo interno, C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643, *passim*, spec. 666 ss., per cui «il concetto di adeguatezza – così come interpretato» dalle scienze aziendalistiche – «esprime una funzionalità ben precisa che il singolo assetto deve possedere, tale da non lasciare alcuno spazio a considerazioni di merito»; rispetto ai sistemi per la rilevazione della crisi, R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 307 ss.; e M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società - Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 735 s. e 740.

⁸¹ P. LUCANTONI, *SREP decision e (in)dipendenza nella governance bancaria*, in *AGE*, 2022, 538 s., per cui «la combinazione tra norme inderogabili e *soft-law* finisce per conferire all'intervento pubblico un potere di conformazione dell'attività gestoria degli amministratori». Invero, anche gli autori che pure ritengono l'istituzione di

l'autorità di vigilanza chieda alle banche l'impiego di particolari soluzioni tecnologiche quale strumento indispensabile per garantire un sostanziale rispetto della disciplina prudenziale⁸².

È però dubbio che simili regole privino gli amministratori di qualsiasi discrezionalità al riguardo⁸³. Affermare il contrario significherebbe infatti postulare l'esistenza di «un astratto modello ritenuto ottimale»⁸⁴, contraddicendo così la complessità del dato reale⁸⁵ e, soprattutto, l'esigenza fondamentale che gli assetti organizzativi e di *governance* siano sempre proporzionati alla natura e alle dimensioni dell'attività, nonché ai rischi da questa concretamente posti⁸⁶.

Né pare possibile fare eccessivo affidamento sugli orientamenti e sulle aspettative delle autorità di vigilanza. Benché infatti tali

assetto organizzativo coperto dalla *business judgement rule* (*supra* nt. 77 e 78) sono poi restii a estendere tali conclusioni alle società bancarie: v., per esempio, M. STELLA RICHTER *jr.*, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 428, L. BENEDETTI, *op. cit.*, 421, nt. 21 e M. MAUGERI, *op. cit.*, 5 s.

⁸² Negli ultimi anni, per esempio, la BCE ha posto sempre maggior enfasi sui sistemi di raccolta e comunicazione dei dati, sollecitando le banche ad organizzarsi affinché i dati siano raccolti all'interno di una «*integrated IT platform*» e «*on a largely automated basis, so as to minimise the probability of errors*»: BCE, *Thematic Review on effective risk data aggregation*, cit., 10 ss. e 16 ss.; BCBS, *Principles for effective risk data aggregation and risk reporting*, in *www.bis.org*, gennaio 2013, n. 3 (sul punto, cfr. *supra*, par. 1.2).

⁸³ V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 34 s.; A. VICARI, *Amministratori di banche e gestione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 573 ss., ove il rilievo per cui, almeno in linea di principio, «la *business judgement rule* si applica ... anche agli obblighi specifici».

⁸⁴ V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 34, richiamato anche da A. VICARI, *op. cit.*, 573 ss. Si esprimono favorevolmente all'applicazione della *business judgement rule* anche A. MIRONE, *regole di governo societario*, cit., 72 s.; e P. DAVIES - K.J. HOPT, *Non-Shareholder Voice in Bank Governance: Board Composition, Performance, and Liability*, in *Governance of Financial Institutions*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - G. van Solinge, Oxford, 2019, 147 s.

⁸⁵ Ricorda del resto come «anche le tecniche dell'organizzazione aziendale possano talora risultare non adeguate», M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 39.

⁸⁶ M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI, *op. cit.*, 40 ss. e 50 ss. È del resto lo stesso art. 74, par. 2, CRD IV (ma cfr. anche il considerando 92) a disporre che tutti «i dispositivi, i processi e i meccanismi» di *governance* debbano essere «proporzionati alla natura, all'ampiezza e alla complessità dei rischi inerenti al modello imprenditoriale e alle attività dell'ente».

indicazioni costituiscano un ineludibile punto di riferimento per l'interprete, i relativi provvedimenti non sono una vera e propria fonte del diritto⁸⁷: in questo senso, anzi, il problema è proprio verificare fino a che punto l'autorità possa limitare l'autonomia privata imponendo l'adozione di specifiche misure organizzative (par. 3)⁸⁸. Il rischio è infatti appiattare le strutture organizzative e di *governance* delle banche sugli schemi predefiniti dall'autorità pubblica nei propri orientamenti e aspettative di vigilanza, «*chill[ing] the entrepreneurship of boards and managers and induc[ing] a bureaucratic approach to the running of financial institutions*»⁸⁹.

Soprattutto, però, non pare possibile ridurre il problema a una questione tecnica. Come si è già ricordato (parr. 1.3 e 1.4), infatti, è probabile che l'introduzione di nuove tecnologie incida sulla concreta conformazione (quantitativa e qualitativa) dei rischi operativi molto più profondamente che ogni altra decisione in materia di assetti organizzativi. In questo senso, le scelte sull'architettura tecnologica e informatica non si risolvono mai su un piano puramente tecnico-aziendale, ma comportano anche valutazioni di carattere strategico e, quindi, imprenditoriale. Almeno con riferimento ai processi di trasformazione digitale, la stessa differenza tra sfera gestoria e organizzativa sembra così sbiadire notevolmente⁹⁰.

⁸⁷ Tali conclusioni, all'evidenza, non valgono per i regolamenti amministrativi adottati dalle autorità di vigilanza (e, in particolare, per quanto qui interessa, per la Circolare di Banca d'Italia, 17 dicembre 2013, n. 285), il rispetto delle cui prescrizioni è infatti senz'altro doveroso.

⁸⁸ Il punto è di grande attualità, vista la sempre maggior propensione con cui le autorità di vigilanza entrano "nel merito" delle scelte organizzative, soprattutto in ambito tecnologico: cfr. A. ENRIA, *Banking supervision beyond capital*, 14 settembre 2023; ID., *Well-run banks don't fail – why governance is an enduring theme in banking crises*, 1 giugno 2023, entrambi in www.bankingsupervision.europa.eu; E. MCCAUL, *Rising to the challenge*, cit.; BCE, *SSM supervisory priorities*, cit.;

⁸⁹ Così, G. FERRARINI, *Understanding the Role of Corporate Governance in Financial Institutions: A Research Agenda*, in www.ssrn.com, 2017, 25. Paventa «il rischio di una spersonalizzazione delle decisioni degli amministratori, particolarmente impegnati a dare forma agli interventi correttivi suggeriti ... dalle autorità», P. LUCANTONI, *op. cit.*, 545 s.

⁹⁰ Così, in termini generali, L. BENEDETTI, *op. cit.*, 426. Emergono in questo modo anche le difficoltà nel distinguere – come pure suggerisce P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi*, cit., 22 ss. – tra «assetti organizzativi» in senso stretto (la cui adeguatezza può essere sindacata nel merito dall'autorità giudiziaria) e scelte

4.2. Occorre tuttavia osservare che il dovere di predisporre assetti adeguati non attiene solo all'efficiente gestione dell'impresa societaria e al perseguimento dello scopo lucrativo⁹¹; al contrario, esso si pone anzitutto quale «*presupposto*» e «*limite*» alla discrezionalità gestoria, giustificato dall'esigenza (di ordine pubblico economico) di proteggere «l'affidamento del mercato»⁹². Invero – secondo tale impostazione – si può parlare di libertà d'impresa solo all'interno di un'organizzazione adeguata, capace cioè di garantire la sostenibilità dell'iniziativa economica e minimizzare le esternalità negative. Ne consegue che l'istituzione di assetti organizzativi non costituisce un «libero atto di gestione dell'impresa», ma una vera e propria limitazione alla discrezionalità imprenditoriale⁹³. Pertanto, se la *business judgement rule* “copre” solo le scelte imprenditoriali (quelle scelte che riguardano

organizzative, «connesse e biunivocamente collegate alle decisioni di merito» e, pertanto, protette dalla *business judgement rule*: si pensi, per esempio, ai molteplici riflessi organizzativi che può assumere la decisione di digitalizzare i sistemi di *risk data aggregation and reporting* o quella di utilizzare uno strumento di intelligenza artificiale per l'adeguata verifica della clientela (par. 1.2).

⁹¹ Non vi è dubbio, peraltro, che le norme in materia di organizzazione societaria e d'impresa assolvano anche questa funzione: D. LATELLA, *Sistema dei controlli interni e organizzazione della società per azioni*, Torino, 2018, 79, per cui «i controlli interni risultano funzionali alla gestione dell'impresa, fornendo ... all'organo amministrativo l'ausilio essenziale per assicurare il perseguimento degli obiettivi di *business* e la costituzione di un poliforme apparato di verifica e correzione delle azioni realizzate».

⁹² Le citazioni riportate nel testo sono di E. GINEVRA - C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *NLCC*, 2019, *passim*, spec. 1216, 1222 s., 1225 s. e 1232 s. (enfasi aggiunta), per cui «il valore protetto è la sostenibilità dell'impresa, là dove organizzata in termini formali: nell'ottica della tutela dei terzi investitori, dei finanziatori esterni, dei creditori e di tutti coloro cui viene richiesto di dare fiducia all'organizzazione». In senso analogo, G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna, 2016, 53 ss. e, più di recente, A.M. BENEDETTI, *Gli “assetti organizzativi adeguati” tra principi e clausole generali. Appunti sul nuovo art. 2086 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2023, *passim*, spec. 978, per cui «l'idoneità degli assetti organizzativi» risponderebbe «a un interesse generale di valenza ordinamentale».

⁹³ A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 978; E. GINEVRA - C. PRESCIANI, *op. cit.*, *passim*, secondo cui il principio (elastico) di adeguatezza dell'organizzazione ha sostituito i precedenti limiti (anch'essi giustificati da ragioni di ordine pubblico economico) alla libertà dei soci di conformare la struttura finanziaria della società alle esigenze di finanziamento dell'impresa.

il libero esercizio dell'iniziativa economica)⁹⁴, essa non può trovare applicazione rispetto al dovere di istituire assetti organizzativi adeguati.

Allo stesso modo, non sembra rimanere alcuno spazio – se non quelli lasciati dalla discrezionalità tecnica – per un confronto tra costi e benefici associati alle diverse soluzioni organizzative. Invero, anche qualora residuassero margini per una valutazione discrezionale degli amministratori, «il parametro di scelta» tra le opzioni disponibili non sarebbe «dato dal migliore interesse dell'impresa», ma «dal criterio dell'adempimento» ai doveri in esame⁹⁵. Ne consegue che gli amministratori dovranno allora adottare i «migliori presidi» tecnici disponibili, in modo da ridurre il più possibile «la soglia di rischio accettabile»⁹⁶. In questo senso, il giudizio sulla doverosa adozione di una nuova tecnologia sembra allora dipendere dalla sua *intrinseca capacità* di garantire un migliore esercizio delle funzioni cui è preposta, restando agli amministratori il solo compito di individuare tempi e modalità tecniche per lo sviluppo e la successiva integrazione nell'organizzazione aziendale⁹⁷.

⁹⁴ Tali decisioni sono assunte in un contesto di incertezza e comportano dunque l'assunzione di rischi, che, all'evidenza, non possono essere trasferiti in capo agli amministratori: in assenza della *business judgement rule*, infatti, essi si limiterebbero probabilmente a un'inefficiente gestione conservativa (C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis*, cit., 675; S.M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, New York, 2020).

⁹⁵ Così, A.M. BENEDETTI, *op. cit.*, 977, E. GINEVRA - C. PRESCIANI, *op. cit.*, 1236 ss. e M. MAUGERI, *op. cit.*, 6 ss., che pure ritiene le decisioni in materia di assetti coperte dalla *business judgement rule*.

⁹⁶ Pur con riferimento alle regole in materia di protezione ambientale, P.M. SANFILIPPO, *La tutela dell'ambiente e gli "assetti adeguati"*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa*, Quaderni della Scuola Superiore della Magistratura, Roma, 2022, 256 s.

⁹⁷ Così, per esempio, una volta dimostrato che i sistemi automatici di *risk data aggregation and reporting* assicurano un più puntuale adempimento dei doveri sommariamente descritti all'art. 97 CRD IV (*supra* par. 1.2), tali sistemi dovranno essere sicuramente sviluppati da ogni intermediario, senza che vi sia spazio alcuno per considerazioni di carattere strategico o imprenditoriale (*supra* par. 1.4). In un tale contesto, la discrezionalità (tecnica) che residua in capo agli amministratori riguarda solo la configurazione e la struttura di tali sistemi, le modalità di sviluppo (es. *in-house* o tramite esternalizzazione) e i tempi di realizzazione e integrazione.

Simili argomenti, all'evidenza, assumono un significato ancora più pregnante rispetto alle imprese bancarie, dove i tradizionali istituti del diritto societario devono "confrontarsi" con la disciplina prudenziale⁹⁸.

Ciò è anzitutto evidente rispetto alle regole in materia di *corporate governance* e di controlli interni, dove la tradizionale enfasi sui problemi di *agency* tra soci e amministratori cede il passo alla necessità di garantire la corretta gestione e, soprattutto, la prudente assunzione dei rischi (Circolare 285/2013, Parte prima, Tit. IV, Cap. 1, Sez. I, par. 1)⁹⁹. Invero – si è soliti osservare – «l'esercizio del credito non si attua ontologicamente con i capitali propri della banca», ma con quelli «raccolti dal pubblico risparmio»¹⁰⁰, sicché un'eccessiva enfasi sulla massimizzazione dello *shareholder value* può generare rilevanti esternalità negative e dare corso a crisi sistemiche¹⁰¹.

Non stupisce dunque che il legislatore abbia posto al centro dell'ordinamento bancario il principio di sana e prudente gestione, al quale anche la discrezionalità degli amministratori deve necessariamente conformarsi¹⁰². Ne consegue che la loro condotta non

⁹⁸ «Nella disciplina della società bancaria» – scrive C. ANGELICI, *Introduzione al dibattito "Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, *passim*, spec. 759 – «l'accento si pone essenzialmente sulla dimensione dell'impresa piuttosto che su quello della società». Le limitazioni «dell'autonomia privata» introdotte dal diritto bancario non possono infatti «spiegarsi in una prospettiva circoscritta ai rapporti fra i soci», ma esprimono, «in certo modo al contrario, l'esigenza di impedire che essi, liberamente organizzandoli, possano pregiudicare interessi altri»: ciò nella misura in cui l'attività bancaria, per sua stessa natura, inevitabilmente genera gravi esternalità negative destinati a riverberarsi sulla stabilità del sistema.

⁹⁹ In questo senso, K.J. HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *EBOR* (2021), 15 ss.; G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 s.; BCBS, *Corporate governance principles for banks*, in *www.bis.org*, 8 luglio 2015.

¹⁰⁰ G. FERRI, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1975, I, 3.

¹⁰¹ Sul punto, J. ARMOUR - J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholder Value*, in 6 *J. Leg. Anal.* (2014), 44 ss. Con riferimento alla recente crisi delle banche americane, M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI, *Proportionality in the European Banking Law. Lessons from Silicon Valley Bank*, in *ECFR* (2023), 936.

¹⁰² Il punto è oramai condiviso dalla dottrina, nonostante la formale "collocazione" del principio tra le finalità di vigilanza: F. RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020, 17

può essere valutata solo alla stregua dei principi di corretta amministrazione, limitandosi cioè ad appurare «l'eventuale omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni normalmente richieste»¹⁰³; occorre infatti che venga accertata anche la coerenza del loro operato rispetto ai canoni della sana e prudente gestione, *indipendentemente dal puntuale rispetto delle singole prescrizioni normative*¹⁰⁴. Di qui, un ulteriore arretramento della *business judgement rule*¹⁰⁵, dal momento che il potere di declinare in concreto il contenuto precettivo del principio generale di sana e prudente gestione è nei fatti attribuito all'autorità di vigilanza¹⁰⁶.

Gli ampi «spazi di intervento» così lasciati all'autorità di vigilanza rischiano però di dar vita a un sistema di «governo pubblico del

ss., 81 s. e 83 ss.; A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 186 s.; G. LEMME, *Amministrazione e controllo nella società bancaria*, Milano, 2007, 48. Sull'ambiguo “significato” da attribuire all'endiadi, M. PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, 385 ss. e F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della “sana e prudente gestione”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 139. Assai discusse – come si vedrà *infra* nel testo – sono tuttavia le conseguenze che da tale principio è possibile trarre.

¹⁰³ Queste le parole della Corte di cassazione, 4 luglio 2018, n. 17494, ove il richiamo alle precedenti sentenze del 2 febbraio 2015, n. 1783 e del 12 febbraio 2013, n. 3409.

¹⁰⁴ J. ARMOUR - J.N. GORDON, *op. cit.*, 64 ss.

¹⁰⁵ Invero – sottolinea C. ANGELICI, *Introduzione*, cit., 761 s. – «la formula ... della “sana e prudente gestione” indica una direzione diversa rispetto al senso in cui si è evoluta la disciplina della responsabilità degli amministratori», segnalando «esigenze almeno tendenzialmente in contrasto» con quelle sottese alla *business judgement rule*. Analogamente, v. anche A. CARDANI - I. GIRARDI, *op. cit.*, 614 ss., rispetto alla decisione di esternalizzare una funzione essenziale; in senso critico, P. LUCANTONI, *op. cit.*, 534, segnalando la conseguente intrusione dell'Autorità di vigilanza «sul governo dei processi dell'attività bancaria»; P.O. MÜLBERT - A. WILHELM, *CRD IV Framework for Banks' Corporate Governance*, in *European Banking Union*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini, Oxford, 2020, 265 s., per cui «*although it may well be in the interest of the company to take certain risks, board members may want to refrain from doing so and err on the side of caution if financial stability is at stake*»; F. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 266 ss., ove si accenna al problema della «vincolatività per il consiglio di amministrazione delle determinazioni assunte dall'Autorità di vigilanza»; J. ARMOUR - J.N. GORDON, *op. cit.*, 64 ss.

¹⁰⁶ *Ex multis*, F. SARTORI, *op. cit.*, 131.

credito»¹⁰⁷, costruito secondo logiche non dissimili da quelle che hanno animato la legge bancaria del 1936. Tuttavia – contrariamente al contesto economico che ha caratterizzato la previgente disciplina – il sistema creditizio italiano si regge oggi sull’apporto di capitali privati¹⁰⁸, attribuendo all’attività bancaria l’inequivoco carattere d’impresa (art. 10 t.u.b.). La doverosa attenzione alla stabilità del sistema sembra così aver messo in ombra (almeno in parte), l’altro elemento dell’equazione: quell’interesse dei soci che, nell’attuale sistema, pur sempre muove l’investimento privato nell’impresa bancaria¹⁰⁹.

5. *La procedimentalizzazione dell’attività con cui sono definiti gli assetti organizzativi della banca e la funzione del risk appetite framework*

All’evidenza, entrambe le tesi appena considerate esprimono interessi meritevoli di tutela, che devono dunque trovare un’adeguata composizione. In particolare, il problema sembra snodarsi attorno a due elementi fondamentali: la possibilità per il consiglio di amministrazione di valutare i costi e i benefici relativi a ciascuna soluzione organizzativa, da un lato, e i limiti che l’autorità di vigilanza incontra nel riesaminare tali scelte, dall’altro.

Le considerazioni svolte nei paragrafi precedenti mostrano come tale analisi sia, di fatto, ineludibile. Invero, anche l’affermazione per cui «non potrebbe in nessun modo accettarsi che gli amministratori» possano scegliere discrezionalmente «la misura del rischio sopportabile in base al costo da volere investire»¹¹⁰ esprime la condivisibile esigenza

¹⁰⁷ Così, M. STELLA RICHTER *jr.*, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 777 s. e 786; nello stesso senso, C. BRESCIA MORRA, *op. cit.*, 1119 s.

¹⁰⁸ M. STELLA RICHTER *jr.*, *A proposito di bank government*, *cit.*, 777 s. e 786.

¹⁰⁹ Eloquente, l’affermazione del Comitato di Basilea per cui «*the board should take into account the legitimate interests of shareholders, depositors and other relevant stakeholders*» (BCBS, *Principles for enhancing corporate governance*, in *www.bis.org*, 2010, n. 23) è stata successivamente precisata nel senso che «*shareholders’ interest would be secondary to depositors’ interest*» (BCBS, *Corporate governance principles for banks*, *cit.*, n. 2).

¹¹⁰ Così, E. GINEVRA - C. PRESCIANI, *op. cit.*, 1237 s.: in proposito v. *supra* par. 4.2.

di non abbandonare a un semplice giudizio di convenienza economica la tutela di interessi pubblici; in punto d'effetti, tuttavia, tale criterio rischia di risolversi in una formula programmatica, priva di un reale contenuto precettivo.

Segnatamente, rispetto al tema di cui ci si occupa, s'è detto che l'introduzione di una particolare tecnologia nei processi aziendali incide non solo sulla "quantità", ma anche – e forse soprattutto – sull'effettiva *conformazione* dei rischi cui è soggetta l'impresa bancaria (par. 1.4): non pare dunque possibile limitare l'indagine a una semplice misurazione di tali rischi e scegliere così la soluzione organizzativa che permette di minimizzarli. Per esempio, la decisione di automatizzare i processi di *risk data aggregation and reporting* può ridurre sensibilmente i rischi operativi derivanti dall'esecuzione manuale di tale attività, ma può esacerbare i problemi di *cybersecurity* o i rischi di esternalizzazione. L'integrazione di un tale sistema informatico, dunque, non può dipendere esclusivamente dalla sua intrinseca capacità di assicurare una maggiore tempestività ed efficienza dei flussi informativi, ma dovrà essere valutata anche alla luce delle peculiarità che caratterizzano ciascun intermediario, considerando in particolare come le strutture e i processi organizzativi possano "adattarsi" a simili cambiamenti. In questo senso, l'adeguatezza della struttura organizzativa non può che dipendere anche da considerazioni di *opportunità* e, quindi, da una valutazione discrezionale degli amministratori che è destinata a eccedere i confini della semplice discrezionalità tecnica.

Allo stesso modo, adottando una visione olistica del concetto di sana e prudente gestione, non si può fare a meno di notare che la solvibilità di una banca dipende anzitutto dalla sua redditività (par. 1.1), sulla quale sono destinati a incidere anche i costi di *compliance*. Ora, è certamente vero che, per sua stessa natura, la disciplina prudenziale rappresenta «un vincolo strutturale» per le banche, limitando la permanenza sul mercato delle imprese non adeguatamente «attrezzate a internalizzare le esternalità prodotte»¹¹¹. Tale considerazione deve

¹¹¹ In questo senso, «le regole organizzative assumono i tratti di una sorta di tassa pigouviana per le imprese del XXI secolo: un meccanismo di internalizzazione delle esternalità che utilizza i costi di *compliance* come strumenti per prevenire comportamenti non efficienti delle imprese»: così, con specifico riferimento alle regole in materia di tutela dell'ambiente e dei diritti umani, A. PERRONE - D.

tuttavia confrontarsi con il principio di proporzionalità, che impone agli intermediari di modulare la propria organizzazione interna in ragione della «natura», dell'«ampiezza» e della «complessità dei rischi inerenti al modello imprenditoriale e alle attività» esercitate (art. 74, par. 2, CRD IV)¹¹².

Invero, è proprio il principio di proporzionalità a presupporre una qualche forma di analisi costi/benefici rispetto al dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati. Se infatti i presidi di *governance* devono essere declinati in funzione delle peculiarità di ciascuna banca, ci sarà allora un “punto” (diverso per ogni intermediario) in cui una maggiore cautela – pur tecnicamente possibile – dovrà ritenersi inefficiente (*id est*: sproporzionata).

Il problema, semmai, è assicurare che tale analisi “al margine” sia svolta tenendo in debita considerazione anche i costi sociali generati dall'attività bancaria. Ecco perché – come ricordano gli autori citati *supra* (par. 4.2) – l'interesse pubblico alla stabilità del sistema impedisce che tale valutazione sia rimessa unicamente a un giudizio di convenienza operato dagli amministratori della banca.

5.1. Se questo è vero, si tratta allora di «trovare un punto di equilibrio tra *autonomia decisionale* e *cogenza della regolamentazione*» rispetto alla definizione dei margini entro cui «è consentita una valutazione di costi e di benefici nell'adempimento alle Disposizioni di vigilanza» e, soprattutto, «nella costruzione del sistema dei controlli» interni¹¹³.

Tale questione, all'evidenza, si inserisce nel più generale dibattito sul “significato” da attribuire alla sana e prudente gestione all'interno dell'ordinamento bancario: se cioè questa costituisca un semplice *limite esterno* al libero esercizio dell'attività d'impresa¹¹⁴ o debba invece

SEMEGHINI, *Oltre lo shareholder value. Verso nuove regole per la composizione degli interessi nella grande impresa azionaria*, in *Riv. ODC*, 2023, 816, ma v. anche P.M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 256 s., per cui, «le risorse necessarie per pervenire ogni rischio» assurgono dunque «a vere proprie *barriere legali all'ingresso* delle imprese nel mercato».

¹¹² Cfr. *supra* nt. 86.

¹¹³ Così, V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 36, enfasi aggiunta.

¹¹⁴ Ritiene in particolare che «l'incisività delle norme in materia di organizzazione del governo societario non tende al conseguimento di fini diversi da quelli di controllo dei rischi e della stabilità della banca e non ripubblicizza la banca», R. COSTI, *Le trasformazioni dell'ordinamento bancario*, in *BIS*, 2019, 189 s. In senso analogo, V.

essere considerata un vero e proprio *obiettivo* cui la discrezionalità degli amministratori deve necessariamente tendere (anche a discapito dello *shareholder value*)¹¹⁵. Solo in quest'ultimo caso, infatti, pare possibile estendere il controllo sull'adeguatezza degli assetti anche oltre il semplice rispetto delle indicazioni regolamentari per valutare l'effettiva "tensione" dell'organizzazione bancaria alla tutela dei depositanti e alla stabilità del sistema.

Né la disciplina prudenziale, né l'ordinamento societario, sembrano tuttavia offrire indicazioni sufficienti a sciogliere univocamente l'interrogativo appena proposto. Da un lato, infatti, il definitivo

SANTORO, *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e la tutela degli investitori*, in *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, 281 s. e M. CERA, *Assetti proprietari delle banche italiane e "interessi" societari: problemi e questioni*, in *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, Milano, 2018, 181 (per cui, nonostante la sana e prudente gestione colori «anche l'interesse sociale» non può trascurarsi che «lo scopo sociale resta quello lucrativo»); di recente, valorizzando la previsione di cui all'art. 10 t.u.b., G. FAUCEGLIA, *Commento all'art. 10 t.u.b.*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa - A. Mirone, Torino, 2024, 84 s. Nel dibattito europeo, oltre al già citato contributo di G. FERRARINI, *op. cit.*, 21, v. anche J. BINDER, *Corporate Governance of Financial Institution. In Need of Cross-Sectoral Regulation*, in *Governance of Financial Institution*, a cura di D. Bush - G. Ferrarini - G. van Solimngge, Oxford, 2019, 39 ss. e ID., *Vorstandshandeln zwischen öffentlichem und Verbandsinteresse. Pflichten- und Kompetenzkollisionen im Spannungsfeld von Bankaufsichts- und Gesellschaftsrecht*, in *ZGR*, 2013, 791 ss.

¹¹⁵ Nella dottrina italiana, accanto ai già citati contributi di C. ANGELICI, *Introduzione*, *cit.*, *passim* e F. GUIZZI, *op. cit.*, 248 ss., cfr. FIRGENI - SCIARRONE ALIBRANDI, *Emergenza pandemica e restrizione alle distribuzioni a favore degli azionisti: spunti in tema di corporate purpose*, in *Riv. soc.*, 2020, 503 s., G. FERRI jr., *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 807 ss. e G. LEMME, *Amministrazione e controllo nella società bancaria*, Milano, 2007, 201 s., per cui il principio di sana e prudente gestione esprime la necessaria tensione della banca «alla minimizzazione del rischio». Di recente, I. GIRARDI, *Oltre il diritto societario? Amministratori e azionisti nella governance delle banche*, Tesi di dottorato, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2024, 34 ss. e 52 ss. Nel dibattito europeo, evidenzia «a dramatic shift in the regulatory approach towards a stakeholder-oriented model in which the public interest of financial stability is paramount», A. PERRONE, *Corporate Governance of Banks. Main Trends and Implications for Corporate Law*, in *ECCL* (2023), 239 s.; ma v. anche K.J. HOPT, *op. cit.*, 15 ss., per cui «banks are expected to consider creditor interest not only when this is in the long-term interest of the corporation».

passaggio a un sistema di vigilanza prudenziale¹¹⁶ e l'icastica rappresentazione dell'attività bancaria come impresa (art. 10 t.u.b.)¹¹⁷ devono misurarsi con la necessità di contenere le esternalità negative connesse all'esercizio dell'attività bancaria, nonché, soprattutto, con le stesse finalità della vigilanza (art. 5 t.u.b.)¹¹⁸. Nel contempo, tuttavia, neppure i costanti richiami alla sana e prudente gestione¹¹⁹ sembrano avere da sé soli una portata sistematica tale da alterare le coordinate di fondo tracciate dal legislatore europeo¹²⁰.

Il discorso sembra così giungere a un'*impasse*. La composizione di interessi confliggenti non può infatti prescindere da considerazioni di carattere “politico”, prima ancora che tecnico-giuridico. È però questo un terreno assai scivoloso per l'interprete: di qui, in assenza di univoche

¹¹⁶ Contrariamente infatti a un sistema di vigilanza “strutturale”, l'approccio “prudenziale” tende ad essere «costruito su *standard* fissati dalla legge e dalla vigilanza», attribuendo «alle scelte organizzative dell'intermediario» la «concreta attuazione di quei provvedimenti». Invero, è proprio la maggior libertà di cui in questo modo godono gli intermediari che, *di fatto*, espone le banche «al potere discrezionale dell'Autorità di vigilanza» (così, R. COSTI, *op. cit.*, 189).

¹¹⁷ Anche alle banche, salva «la sussistenza di norme speciali», trova infatti «applicazione lo statuto generalmente richiamabile per l'imprenditore commerciale» (così, G. FAUCEGLIA, *op. cit.*, 84). Ancora più radicalmente, tuttavia, il significato dell'art. 10 t.u.b. deve essere colto nel valore “programmatico” assegnato a tale previsione: che infatti l'attività bancaria sia anche attività d'impresa ai sensi del codice civile è detto espressamente già dall'art. 2195 c.c. In questo senso, l'art. 10 t.u.b. vuole allora segnalare l'ormai definitivo allontanamento dalle logiche che ispiravano la legge bancaria del '36 e la conseguente attribuzione alle banche di una “funzione di interesse pubblico” (ID., *op. cit.*, 84 s.; C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2019, 66 s.).

¹¹⁸ Emblematica, in questo senso, è proprio la già citata precisazione del Comitato di Basilea (BCBS), *Corporate governance principles for banks*, cit. n. 2 (cfr. nt. 109), che tuttavia – è bene precisare – non costituisce fonte del diritto.

¹¹⁹ Il riferimento corre soprattutto ai requisiti di idoneità degli esponenti aziendali, espressamente funzionalizzati dal legislatore al perseguimento di interessi pubblici (art. 26 TUB): è infatti lo stesso art. 15 d.m. 169/2020 a prevedere che tutti gli amministratori debbano sempre agire «con piena indipendenza di giudizio ... nell'interesse della sana e prudente gestione della banca». Sul punto, G. NUZZO - I. GIRARDI, *op. cit.*

¹²⁰ Non si deve del resto dimenticare che obiettivo ultimo della disciplina prudenziale europea, in conformità al principio di attribuzione, è la creazione di un mercato unico ispirato ai principi della libera concorrenza tra imprese: M. DE POLI, *Foundamentals of European Banking Law*, Torino, 2019, 40.

indicazioni del legislatore, l'opportunità di trovare una differente prospettiva d'analisi.

5.2. Sennonché, «l'assenza di una gerarchia ... determinata in via eteronoma» rischia, *nei fatti*, di rimettere «la decisione sulla composizione dei diversi interessi» alla «discrezionalità» dell'autorità di vigilanza, che godrebbe in questo modo di uno «strapotere nella soluzione dei conflitti tra società e *stakeholder*»¹²¹. In questo senso, la doverosa adozione di una particolare soluzione tecnologica sarebbe dunque significativamente influenzata dalle “*supervisory priorities and expectations*” in materia di sistemi informativi, dalle quali dunque assai difficilmente gli intermediari potrebbero discostarsi.

Una simile conclusione, tuttavia, non solo rischia di obliterare uno degli elementi dell'equazione (la natura d'impresa dell'attività bancaria), ma, soprattutto, può rendere alquanto difficile verificare il corretto esercizio del potere pubblico. In un tale contesto, vi è così il rischio che l'innovazione tecnologica, le strategie organizzative e, più in generale, il libero esercizio dell'impresa «*will be curbed or distorted in a direction that is suboptimal for all market participants, given that the supervisors' degree of risk aversion may be greater than what is optimal for society as a whole*»¹²².

In quest'ordine di idee, un'eventuale enfasi sulla doverosa adozione di particolari soluzioni tecnologiche rischia altresì di avere importanti ripercussioni sulla struttura del mercato. Benché infatti compito della regolamentazione e della vigilanza non sia certo quello di difendere le quote di mercato degli intermediari *incumbent*, «*but to encourage banks to develop and implement sound digital transformation plans*»¹²³, non vi è dubbio che una simile conclusione favorirebbe quelle imprese le cui caratteristiche e il cui modello di *business* sono naturalmente più inclini all'innovazione tecnologica (per dimensioni o strategie di

¹²¹ Così, pur rispetto alla discussione sugli “scopi” della società, R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Riv. ODC*, 2021, 591 s. (da cui è tratta la prima citazione nel testo) e M. LIBERTINI, in *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, in *Riv. ODC*, 2019, 602 (da cui è invece tratta la seconda citazione).

¹²² L. ENRIQUES, *Financial Supervisors and RegTech: Four Roles and Four Challenges*, in *www.ssrn.com*, 2017, par. 2.

¹²³ E. MCCAUL, *Supervising the future of banking*, cit.

business): ciò tuttavia – come è stato osservato – «non in virtù di una dinamica di mercato che premi l’innovazione», ma «come conseguenza di un’opzione normativa»¹²⁴.

Ciò, in particolare, penalizzerebbe soprattutto gli intermediari più piccoli che non dispongo di adeguate economie di scala, favorendo così operazioni di concentrazione. Di qui, non solo una progressiva riduzione della concorrenza nel mercato, ma anche – paradossalmente – un aumento del rischio sistemico generato dalla possibile presenza di grandi intermediari *too big and interconnected to fail*.

Da ultimo, il probabile ricorso a strategie di *outsourcing* per lo sviluppo e la gestione di tali tecnologie¹²⁵ rischia di determinare un’ulteriore concentrazione dell’offerta, la diffusione di un numero limitato di soluzioni IT e, per conseguenza, una tendenziale «omologazione delle logiche di risposta a identici stimoli provenienti dall’esterno»¹²⁶. Un simile esito, tuttavia, non solo porta «alla perdita delle diversità tra le imprese ... che utilizzano quei sistemi»¹²⁷, ma è altresì destinato ad attribuire una portata «“sistemica” a eventuali errori o banchi»¹²⁸.

5.3. La disciplina prudenziale sembra tuttavia voler rimediare a tale all’assenza di una precisa gerarchia eteronoma attraverso una rigorosa *procedimentalizzazione* dell’attività con cui sono definiti gli assetti organizzativi e le strategie d’impresa della banca. In questo senso, la procedimentalizzazione dell’attività ha dunque la funzione di limitare il libero esercizio della discrezionalità di amministratori e autorità di vigilanza in un contesto in cui il legislatore non fornito indicazioni univoche sui criteri con cui devono essere bilanciati i vari interessi in gioco.

¹²⁴ A. PERRONE, *Intelligenza artificiale e servizi d’investimento*, cit., 725.

¹²⁵ La necessità di beneficiare di adeguate economie di scala e di scopo rende infatti inefficienti soluzioni alternative: J.A. MCCAHERY - A. DE ROODE, *Governance of Financial Services Outsourcing: Managing Misconduct and Third-Party Risks*, (2018), in *www.ecgi.global*, 2; M. MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e “integrità” organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 439.

¹²⁶ A. GUACCERO, *op. cit.*, 63 s.

¹²⁷ A. GUACCERO, *op. cit.*, 63 s.

¹²⁸ A. PERRONE, *La nuova vigilanza*, cit., 522.

Come s'è detto, infatti, gli amministratori devono curare l'adeguatezza degli assetti all'interno di una complessa cornice strategica e regolamentare, al cui centro è posto il *risk appetite framework*¹²⁹. Nei documenti che lo compongono, l'organo con funzione di supervisione strategica deve infatti individuare «*ex ante* gli obiettivi di rischio/rendimento» che la banca intende perseguire, dando espressa evidenza – rispetto al tema di cui ci si occupa – non solo della generale «propensione al rischio ICT e di sicurezza», ma anche del c.d. *rischio residuo* (Circolare 285/2013, Parte prima, Tit. IV, Cap. 3, All. C, par. 1).

Ora, il rischio residuo è quel rischio «cui l'intermediario è esposto una volta applicate le misure di attenuazione» previste (Cap. 4, Sez. I e III) ed è dunque strettamente legato alla concreta configurazione dell'organizzazione aziendale e delle funzioni di controllo interno rispetto alle strategie d'impresa. Da quest'angolo visuale, anzi, esso sembra proprio rappresentare l'esito di quell'analisi costi/benefici che gli amministratori sono tenuti a compiere nei processi di valutazione di adeguatezza degli assetti.

È dunque alla disciplina del RAF che pare opportuno volgersi per determinare i confini della discrezionalità di cui godono gli amministratori (nonché, per conseguenza, i limiti che incontra l'autorità di vigilanza nel riesaminare le loro scelte).

5.4. In quest'ordine di idee, il rapporto rischio/rendimento che gli amministratori sono chiamati a formalizzare nel RAF – determinando in particolare la complessiva conformazione del rischio residuo – sembra dunque costituire un vero e proprio indirizzo programmatico sul *concreto equilibrio* che la banca intende perseguire tra la necessità di garantire un'adeguata remunerazione del capitale investito dai soci e l'interesse pubblico alla stabilità del sistema¹³⁰. Del resto – come si è

¹²⁹ Sulla ripartizione delle competenze all'interno del consiglio di amministrazione, v. *supra* par. 2.

¹³⁰ Almeno in prima battuta, l'ordinamento sembra dunque rimettere alla discrezionalità degli amministratori il compito di comporre in maniera efficiente i vari interessi che intersecano l'attività bancaria. Sulla qualificazione degli amministratori come *mediating hierarchies*, tradizionale è il riferimento a M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia L. Rev.* (1999), 247; nella dottrina italiana, v. invece C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 408 ss., che

ricordato (par. 1.1.) – la gestione non può dirsi sana e prudente in assenza di un’adeguata redditività, sicché i due elementi non sono senz’altro in opposizione tra loro.

A questo riguardo, è però necessario sgombrare il campo da un possibile equivoco, che nasce dalla “tentazione” di guardare al rischio residuo in termini strettamente quantitativi: di qui, le difficoltà ad ammettere che gli amministratori possano valutare l’adeguatezza degli assetti in termini di comparazione tra costi e benefici e tollerare così che l’attività bancaria possa svolgersi in condizioni “più rischiose” di quanto sarebbe possibile con l’adozione di presidi organizzativi maggiormente efficaci.

È però proprio la *dimensione qualitativa dei rischi* che sembra maggiormente caratterizzare la predetta analisi costi/benefici, coerentemente del resto con la funzione assegnata dalle Disposizioni di vigilanza ai processi e alle strutture di *governance*¹³¹.

In questo senso, determinare l’effettiva configurazione del rischio residuo è particolarmente importante rispetto all’integrazione di nuove tecnologie nell’organizzazione aziendale. Come si è detto, infatti, è probabile che tali decisioni incidano profondamente sulla concreta conformazione dei rischi d’impresa (par. 1.3 e 1.4), reclamando dunque una visione olistica del principio di sana e prudente gestione.

5.5. Il consiglio di amministrazione, tuttavia, non è completamente libero nell’identificare gli obiettivi e le politiche di rischio della banca, né tantomeno, l’entità e le caratteristiche del rischio residuo.

ricollega la *business judgement rule* proprio al compito assegnato agli amministratori «di selezionare e graduare» i diversi «interessi che nell’impresa rilevano e contribuiscono ... alla sua efficienza». Tale tesi interpretativa ha poi trovato nuova linfa all’interno del dibattito sugli “scopi della società”: cfr. A. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *Riv. ODC*, 2019, 589.

¹³¹ Invero, le regole in materia di liquidità e fondi propri intendono assicurare che gli intermediari dispongano di risorse sufficienti ad assorbire le perdite provenienti dalla possibile materializzazione dei rischi assunti. Esse, tuttavia, non sono da sole sufficienti ad assicurare la sana e prudente gestione delle banche (*ex multis*, I. Y-H CHIU - J. WILSON, *op. cit.*, 330; S.L. SCHWARCZ, *op. cit.*, 776 ss.), che presuppone infatti la presenza di strutture e processi capaci di assicurare – prima ancora – una prudente assunzione dei rischi e una loro adeguata gestione (I. GIRARDI, *op. cit.*, 13 e 69; K.J. HOPT, *op. cit.*, 15 ss.)

Da un lato, infatti, è espressamente previsto che anche quest'ultimo elemento non possa mai eccedere, sia nei suoi aspetti quantitativi che qualitativi, la complessiva propensione al rischio. Nel contempo, anche gli obiettivi di rischio individuati nel RAF devono essere elaborati dagli amministratori «in stretta coerenza» e «puntuale raccordo» tanto con le strategie d'impresa, quanto «l'organizzazione aziendale e il sistema dei controlli interni» (Circolare 285/2013, Parte prima, Tit. IV, Cap. 3, All. C, par. 2). In questo senso, l'organo di supervisione strategica è dunque chiamato a stabilire i propri obiettivi di rischio tenendo conto fin dal principio di come tali determinazioni si rifletteranno sulla struttura patrimoniale della banca e sui suoi processi aziendali e di *governance* (Tit. III, Cap. 1, All. D)¹³².

La disciplina prudenziale – per sua stessa natura – dispone infatti che ciascuna banca si doti di «regole interne, procedure, funzioni dedicate, strutture e risorse» capaci di assicurare un adeguato controllo dei rischi assunti (Tit. IV, Cap. 3, Sez. I, par. 6): in questo senso, tanto maggiore è l'appetito al rischio, quanto più penetranti (e dunque “costosi”) dovranno essere i presidi organizzativi adottati e, per conseguenza, minore il rischio residuo ammissibile¹³³.

Si tratta dunque di una strategia normativa che, con l'imporre tali costi regolamentari, costringe gli istituti di credito a “internalizzare” i rischi altrimenti posti dall'esercizio dell'attività bancaria¹³⁴. In questo modo, infatti, poiché alla progressiva assunzione di rischi conseguono benefici marginali netti decrescenti, gli amministratori di ciascuna banca formuleranno i propri obiettivi di rischio/rendimento in termini

¹³² Secondo quanto previsto dalle Disposizioni di vigilanza richiamate nel testo, il RAF deve infatti essere elaborato considerando *ex ante* i riflessi delle scelte in materia di rischi sulla «pianificazione del capitale e della liquidità» e sulle strutture di controllo interno.

¹³³ A simili logiche risponde del resto anche la disciplina sul capitale di vigilanza, che infatti prescrive alle banche di raccogliere fondi propri in misura proporzionale alla rischiosità dell'attività concretamente esercitata (*total risk-weighted assets*).

¹³⁴ In questo senso, rispetto alle regole di *governance*, A. PERRONE - D. SEMEGHINI, *op. cit.*, 816. Con riferimento invece ai requisiti di capitale, C. FRIGENI, *Le s.p.a. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano, 2013, 129 e M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI, *Credito cooperativo*, cit., 134 s.; dubita invece «[that] higher capital requirements will discourage excessive-risk taking», S.L. SCHWARCZ, *op. cit.*, 776 ss.

efficienti, considerando cioè anche i “costi sociali” connessi all’esercizio dell’attività bancaria.

Da quest’angolo visuale, il RAF – unitamente alla strategia ICT e agli altri documenti programmatici elaborati dall’organo con funzione di supervisione strategica – costituisce dunque uno strumento attraverso cui gli amministratori “autolimitano” la discrezionalità di cui godono nella determinazione degli assetti organizzativi e delle strategie d’impresa, assicurando nel contempo che *l’attività bancaria sia organizzata in modo da internalizzare tutti i costi sociali da questa generati*. La doverosa adozione di una particolare soluzione tecnologica dovrebbe pertanto discendere dal *complessivo* giudizio degli amministratori sulle politiche di rischio della banca e sulle strategie di *governance* con cui si ritiene di gestire tali rischi e non invece dalla sua intrinseca capacità di assicurare una migliore *compliance* a *particolari* prescrizioni normative.

Ne discende allora che – in questa fase, almeno – la condotta degli amministratori dovrebbe essere valutata in termini di coerenza della gestione con gli obiettivi di rischio predeterminati nel RAF.

5.6. È dunque in un tale contesto che si colloca l’intervento dell’autorità di vigilanza, questo sì direttamente finalizzato ad assicurare la sana e prudente gestione delle banche e a garantire in questo modo la stabilità del sistema finanziario.

È chiaro infatti che l’autorità di vigilanza non possa certo “limitarsi” ad accettare passivamente le determinazioni del consiglio di amministrazione sulla conformazione del profilo di rischio o sull’adeguatezza dei presidi organizzativi e di *governance*. Né – come evidenzia la stessa scelta legislativa di funzionalizzare l’attività di vigilanza agli obiettivi di cui all’art. 5 t.u.b. – il controllo pubblico può essere confinato a un semplice giudizio di conformità alle puntuali prescrizioni della disciplina prudenziale. La gravità delle conseguenze connesse alla crisi di una banca, assieme alle criticità mostrate da un modello prevalentemente incentrato sullo *shareholder value*, impediscono del resto di accogliere una diversa conclusione¹³⁵.

¹³⁵ Per tutti, K.J. HOPT, *op. cit.*, *passim*, spec. 18 s. Secondo alcuni studi empirici, infatti, le banche contraddistinte da una *governance* maggiormente orientata alla massimizzazione dello *shareholder value* avrebbero patito più duramente gli effetti negativi della crisi finanziaria del 2008 (così, A. BELTRATTI - R.M. STOULZ, *The*

Nondimeno, le considerazioni precedenti incidono significativamente sulla natura e sulle modalità della vigilanza. Come s'è detto, infatti, la disciplina prudenziale rimette alla discrezionalità del consiglio di amministrazione il compito di determinare il profilo di rischio della banca e l'effettiva conformazione del rischio residuo, preoccupandosi piuttosto di garantire che in questo processo siano considerati anche tutti i "costi sociali". Si tratta all'evidenza di un elemento che non può essere ignorato.

Dovendo pertanto muovere dalle determinazioni del consiglio (in particolare sul rischio residuo), la vigilanza sugli assetti non dovrebbe mai risolversi in una rigida verifica di conformità dell'organizzazione alle "aspettative" formulate *ex ante* dall'autorità nei propri orientamenti¹³⁶. Il RAF e le relative politiche sui rischi ICT dovrebbero invece costituire l'ineludibile punto di partenza anche per l'autorità di vigilanza, la quale è anzitutto chiamata a verificare che tutti i rischi siano stati censiti e che per ciascuno di essi siano state predisposte adeguate contromisure.

In punto di effetti, la descritta procedimentalizzazione dell'attività gestoria e di vigilanza sembra dunque comportare una sorta di "inversione dell'onere della prova" a carico dell'autorità. Qualora infatti ritenga inadeguati gli assetti organizzativi predisposti dalla banca o reputi comunque eccessivi i rischi assunti (sia in termini quantitativi che qualitativi), essa dovrà motivare analiticamente come mai le determinazioni del consiglio di amministrazione non sono coerenti con

credit crisis around the globe: Why did some banks perform better?, in 105 *J. Fin. Econ.* (2012), 1, ma v. M. BELCREDI - G. FERRARINI, *The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives*, in www.ssrn.com, 2013, 11 ss.). La recente crisi della Silicon Valley Bank sembra invero tale impostazione: M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI, *Credito cooperativo*, cit., 143 ss.

¹³⁶ Di recente, il problema si è posto con riferimento all'adozione di sistemi automatici di *risk data aggregation and reportig*, rispetto ai quali è stata enfatizzata l'intenzione dell'Autorità di vigilanza di ricorrere «[to] all of its supervisory tools and powers» per assicurarsi che tutti gli intermediari si dotino di tali tecnologie secondo le tempistiche definite dalla BCE (così, BCE, *Guide on effective risk data aggregation and risk reporting*, maggio 2024, sottolineando «[that] ECB Banking Supervision is intensifying its intrusiveness in the context of the annual SREP assessments»; E. MCCAUL, *The New Frontiers of Digital Lending*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 19 aprile 2023). In termini generali, ENRIA, *Well-run banks don't fail – why governance is an enduring theme in banking crises*, www.bankingsupervision.europa.eu, 1 giugno 2023.

gli obiettivi di sana e prudente gestione. In questo senso, anche il giudizio sul doveroso impiego di una particolare soluzione tecnologica e il conseguente esercizio dei poteri di cui all'art. 53-*bis* t.u.b. (e, più in generale, il potere di richiedere alle banche «modifiche al modello di *business* o alla strategia» d'impresa, nonché alla struttura societaria e organizzativa)¹³⁷ dovrebbero allora porsi in termini eccezionali, quale conseguenza dell'accertata impossibilità di rendere altrimenti coerenti con il principio di sana e prudente gestione i peculiari profili di rischio di una banca.

La descritta procedimentalizzazione dell'attività non è certo sufficiente a espellere ogni valutazione “politica” dalla soluzione del problema in esame (par. 5.1); essa vorrebbe tuttavia offrire un criterio normativo – benché appunto di natura procedimentale – su cui fondare tale valutazione. Il procedimento disciplinato dalle Disposizioni di vigilanza rispetto all'adozione delle principali scelte strategiche e organizzative appronta infatti un sistema di limiti e contro-limiti alla discrezionalità di cui amministratori e autorità di vigilanza inevitabilmente godono, impedendo che questa si tramuti in un mero arbitrio. Nel contempo, collegando il giudizio sostanziale sull'adeguatezza degli assetti a un sistema di presunzioni semplici, tale soluzione potrebbe contribuire a ridurre il naturale atteggiamento di deferenza dei tribunali rispetto alle decisioni dell'autorità di vigilanza¹³⁸: in questo modo, infatti, lo scrutinio di tali decisioni potrebbe più facilmente muovere dalla verifica che l'autorità di vigilanza abbia analiticamente dimostrato l'inadeguatezza delle determinazioni del consiglio di amministrazione.

¹³⁷ Cfr. EBA, *Orientamenti sulle procedure e sulle metodologie comuni per il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) e sulle prove di stress di vigilanza*, 18 marzo 2022, ABE/GL/2018/03, par. 552, lett. c.

¹³⁸ Sul punto, cfr. A. PERRONE, *EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement*, in *EBOR* (2020), 378 s.: «*in reviewing decisions of supervisory authorities, courts are often faced with highly technical issues which they may not have the background to adequately address. For this reason, courts might be prone to cognitive biases resulting in excessive deference*». Più di recente, I. GIRARDI, *op. cit.*, 80 s., spec. nt. 199, ove alcuni riferimenti giurisprudenziali sull'efficacia delle c.d. *SREP decision* nel giudicato civile.

Regolazione basata sull'informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori *retail*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Mercati finanziari e asimmetrie informative negli investimenti al dettaglio – 3. ESMA ed EIOPA nell'attuazione delle misure per il potenziamento della «consapevolezza» degli investitori *retail*. Uno sguardo d'insieme – 4. I caratteri della regolazione basata sull'informazione (*o disclosure regulation*) e le misure della *Eu Retail Investment Strategy* – 5. Il ruolo dei regolatori nella regolazione basata sull'informazione e le misure della *Eu Retail Investment Strategy* – 6. Le finalità della regolazione basata sull'informazione e le misure della *Eu Retail Investment Strategy* – 7. Considerazioni conclusive

1. *Premessa.*

Il mercato — col suo vorticoso dinamismo e con i suoi freddi calcoli egoistici — non può fagocitare la «persona» per trasformarla in un mero «consumatore» eterodiretto verso la bramosa soddisfazione di capricciosi desideri, più che di veri e propri bisogni¹. Non può e non deve sostituire la «categoria dell'essere» con la «categoria dell'avere». Le logiche del profitto debbono essere interessate da un fenomeno «depatrimonializzante», che collochi i simboli convenzionalmente rappresentativi di valori economici (entrate ed uscite, costi e ricavi, profitti e perdite) in una posizione servente rispetto alla persona e alla sua dignità. Il mercato deve favorire lo sviluppo della persona e, a sua volta, la persona deve potersi servire del mercato. Non il contrario. Il primo per esistere ha quindi bisogno della persona, sia pure nella veste

* Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia, Università "La Sapienza" di Roma.

¹ Sulla disciplina consumeristica e sulle forme di protezione (anche informativa) del consumatore, si v. G. ALPA, *Consumatore*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, 1998; ID., *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002; E. CATERINI – P. PERLINGIERI, *Il diritto dei consumi*, Napoli, 2005; Z. BAUMAN, *Consumo dunque sono*, Bari, 2007; E.M. TRIPODI – C. BELLI (a cura di), *Codice del consumo*, Bologna, 2008; E. GUERINONI, *I contratti del consumatore: principi e regole*, Torino, 2011; G. RECINTO, L. MEZZASOMA, S. CHERTI (a cura di), *Diritti e tutele dei consumatori*, Napoli, 2014; A.M. GAMBINO, G. NAVA (a cura di), *I nuovi diritti dei consumatori. Commentario al d.lgs. 21/2014*, Torino, 2014; G. ALPA, A. CATRICALÀ, *Diritto dei consumatori*, Bologna, 2016; A. BARENGHI, *Diritto dei consumi*, Padova, 2020.

(secondaria e temporanea) di consumatore. Del pari, la persona (nella veste secondaria e temporanea) di consumatore ha bisogno del mercato per sviluppare appieno la sua dignità². Perché questa relazione bi-univoca funzioni occorre una pre-condizione rispetto a qualsiasi scelta che la persona intenda compiere: l'informazione sulle caratteristiche e sulle qualità dei prodotti e dei servizi. S'intenda: non una qualsiasi informazione, ma piuttosto una informazione corretta, trasparente e comprensibile. Soltanto in questo modo si creano i presupposti — quantomeno in via teorica — per il perfezionamento di scambi equi tra soggetti consapevoli.

Trattasi, quelle appena dette, di coordinate trasversali. Non conoscono (o perlomeno non dovrebbero conoscere) eccezioni. Quale che sia il mercato, considerato nella sua accezione merceologica, non può prescindere dalla piena condivisione di informazioni. E tra quelli nei quali l'informazione costituisce un aspetto imprescindibile, anche per via della intrinseca complessità delle regole che vi sovrintendono e per l'elevata tecnicità dei prodotti scambiati, debbono annoverarsi i mercati finanziari.

È per questo che costituisce una tappa necessaria per arrivare alla creazione della c.d. «Unione dei mercati dei capitali» (*Capital Markets Union* – CMU)³ che, dopo quello del 2015⁴, ha formato oggetto di un nuovo Piano d'azione nel 2020⁵. Chi? O meglio, che cosa? La Strategia

² Il rapporto tra mercato e persona viene analizzato in questi termini nelle profonde e acute riflessioni di P. PERLINGIERI, *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Camerino-Napoli, 1982; ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli, 2003; ID., *La persona umana e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2005; ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, ult. ed., Napoli, 2020; P. CORRIAS (a cura di), *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Napoli, 2022.

³ Sull'Unione dei mercati dei capitali, per tutti, D. SICLARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca bors. tit. cred.*, I, 2016, pp. 482 ss.; G. ZAGHINI, *Capital markets union. Tratti essenziali e stato dell'arte*, in *Questa rivista*, 2017, pp. 1-8; G. TROVATORE, F. SAVASTA, *Il progetto della Capital Markets Union e l'art. 47 della Costituzione (brevi note sul valore del risparmio)*, in *Federalismi.it*, 2021.

⁴ Cfr., Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2015) 468 final, 30 settembre 2015.

⁵ Cfr., Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2020)

590 final, 14 settembre 2020. Come emergere dal testo, l'Unione dei mercati dei capitali è il piano dell'UE per creare un mercato davvero unico per i capitali in tutta l'Unione. Mira a fare in modo che gli investimenti e i risparmi fluiscano tra tutti gli Stati membri, apportando benefici ai cittadini, agli investitori e alle imprese, indipendentemente dalla loro ubicazione. Un mercato dei capitali pienamente funzionante ed integrato consentirà all'economia dell'UE di crescere in maniera sostenibile e di essere maggiormente competitiva. Un'Europa economicamente più forte servirà meglio i propri cittadini e aiuterà l'UE a svolgere un ruolo più forte sulla scena globale. [...] Gli obiettivi principali che si intende conseguire sono tre: *a*) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; *b*) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; *c*) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Per il loro conseguimento sono previste 16 linee di azione. La n. 8 è quella dalla quale ha tratto scaturigine la *EU Retail Investment Strategy*, essendovi previsto che la Commissione valuterà le norme applicabili nel settore degli incentivi e dell'informativa e, ove necessario, proporrà di modificare il quadro giuridico esistente affinché gli investitori al dettaglio ricevano una consulenza equa ed informazioni chiare e comparabili sui prodotti. Proporrà altresì modalità per ridurre il sovraccarico di informazioni per gli investitori al dettaglio esperti, nel rispetto di opportune misure di salvaguardia. Cercherà infine di migliorare il livello delle qualifiche professionali per i consulenti nell'UE e valutare la fattibilità dell'istituzione di un'etichetta applicabile in tutta l'UE per i consulenti finanziari. Nello specifico, viene chiarito che «la popolazione dell'Unione sta invecchiando. Con un'aspettativa di vita più lunga le persone necessitano sempre di più di investire nel lungo termine in maniera da ottenere rendimenti più sostenibili e un reddito supplementare sostenibile per la loro pensione. Offrendo ai consumatori una nuova opzione paneuropea per risparmiare per il periodo della pensione, il prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP) costituisce già un passo importante in tale direzione. Integrando gli strumenti di monitoraggio esistenti con informazioni più dettagliate sui regimi pensionistici aziendali o professionali, i quadri di controllo delle pensioni forniranno agli Stati membri una visione più completa dell'adeguatezza dei loro sistemi pensionistici, incoraggiandoli ad affrontare le carenze e a condividere le migliori pratiche. Sistemi di tracciamento delle pensioni individuali forniranno ai cittadini una visione d'insieme del loro futuro reddito pensionistico sulla base dei loro diritti in tutti i regimi pensionistici a cui partecipano o del rendimento atteso dei prodotti a lungo termine in cui investono. Le persone dovrebbero essere incoraggiate a integrare le pensioni pubbliche con risparmi e investimenti a vita, anche attraverso una partecipazione più attiva ai regimi pensionistici aziendali e professionali. Ciò consentirà loro di beneficiare di un reddito pensionistico più adeguato oltre a permettere il finanziamento della crescita a lungo termine dell'economia reale, nonché della sua transizione verde e di quella digitale».

europea per gli investimenti al dettaglio o, in inglese, *EU Retail Investment Strategy (RIS)*⁶. Nel maggio dello scorso anno è stato, invero, adottato dalla Commissione europea un pacchetto di misure preordinate a migliorare e potenziare il quadro giuridico esistente sul fronte della protezione degli investitori al dettaglio⁷, a responsabilizzare gli stessi nell'assunzione delle decisioni di investimento e ad obbligare le imprese di investimento a mettere gli investitori *retail* nelle condizioni di assumere in maniera pienamente informata e consapevole le decisioni adeguate ai loro interessi⁸. Le ragioni alla base dell'avvertita esigenza di intervenire su questo fronte sono più e diverse. Tra le altre assumono indubbio rilievo la poca comprensibilità delle informazioni di cui dispongono gli investitori al dettaglio e le fuorvianti comunicazioni di *marketing* cui sono esposti, la loro scarsa alfabetizzazione finanziaria, i conflitti di interesse in cui si trovano i consulenti per via del conseguimento di incentivi, così come lo scarso rapporto costi-benefici che presentano alcuni dei prodotti offerti. Non è un caso che soltanto il 38 % degli investitori europei nutra fiducia nella consulenza ricevuta dagli intermediari finanziari e che, a fronte del 43

⁶ Lo scorso 23 aprile, il Parlamento europeo non ha approvato, in prima lettura, il testo della proposta di direttiva *omnibus* della Commissione. Al momento in cui si scrivono queste pagine, gli atti legislativi della Strategia non conoscono la versione definitiva, sebbene esista una diversa versione sulla quale ha espresso parere il Parlamento europeo. Ad ogni modo, e fintantoché non si arriverà alla versione definitiva degli atti legislativi, si ritiene di poter prendere ad esame la versione proposta dalla Commissione europea. Sulla Strategia si v. M. PICCINNO, *Retail Investment Strategy: consulenza, consulenza finanziaria indipendente e financial literacy del cliente*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2024, II, pp-1-13.

⁷ In generale, sulla tutela del risparmio nei mercati finanziari, F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive e disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2006; L. DE ANGELIS, N. RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008.

⁸ Cfr., Relazione alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97, COM(2023) 279 final, del 24 maggio 2023, p. 3, ove si precisa che «la strategia dell'UE per gli investimenti al dettaglio mira a rafforzare il quadro legislativo per garantire che gli investitori al dettaglio 1) siano messi nelle condizioni di prendere decisioni di investimento più informate che rispondano meglio alle loro esigenze e ai loro obiettivi e 2) siano adeguatamente tutelati nel mercato unico da un quadro normativo coerente. Ciò rafforzerà la fiducia, avvicinando i cittadini ai mercati dei capitali e aumentando la partecipazione degli investitori al dettaglio».

% delle famiglie statunitensi, nel 2021 solo il 17 % delle famiglie europee ha investito in titoli finanziari⁹. Il Pacchetto delle misure proposte dalla Commissione europea si compone di due atti normativi: una proposta di direttiva *omnibus* diretta a modificare la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II)¹⁰, la direttiva sulla distribuzione assicurativa¹¹, la direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari¹², la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi¹³ e quella sull'accesso e l'esercizio dell'attività di assicurazione e riassicurazione (*Solvency II*)¹⁴ e una proposta di regolamento che modifica il regolamento sui prodotti preassemblati (*Packaged retail investment and insurance-based investments products* - PRIIPs) quanto al contenuto del documento con le informazioni chiave (*Key Information Document* - KID). Sebbene non si sia ancora giunti all'approvazione della loro versione definitiva, può senz'altro dirsi che i campi di intervento delle misure contemplate nella Strategia

⁹ Cfr., Relazione alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2023) 279 final, *cit.*, p. 1-2, in cui si chiarisce che tra i problemi significativi che riducono la capacità degli investitori al dettaglio di sfruttare appieno i mercati dei capitali possono annoverarsene diversi: «1) gli investitori al dettaglio hanno difficoltà ad accedere a informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili sui prodotti di investimento che li aiutino a compiere scelte di investimento informate; 2) gli investitori al dettaglio sono esposti al rischio crescente di essere impropriamente influenzati da informazioni di marketing non realistiche attraverso i canali digitali e da pratiche di *marketing* ingannevoli; 3) il modo in cui i prodotti sono realizzati e distribuiti presenta carenze legate a conflitti di interessi che possono derivare dal pagamento di incentivi tra realizzatori e distributori dei prodotti; e 4) alcuni prodotti di investimento comportano costi ingiustificatamente elevati e di conseguenza non sempre offrono un buon rapporto costi/benefici all'investitore al dettaglio. Anche le differenze nella concezione delle norme tra uno strumento giuridico e l'altro sono potenzialmente in grado di indurre in confusione e determinare livelli diversi di tutela degli investitori».

¹⁰ Cfr., Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014.

¹¹ Cfr., Direttiva 2016/97/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 gennaio 2016

¹² Cfr., Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009.

¹³ Cfr., Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011.

¹⁴ Cfr., Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009.

spaziano non poco: dal potenziamento delle norme sul governo dei prodotti (*Product Oversight and Governance* – POG)¹⁵, al fine di assicurare un buon rapporto costi-benefici (*value for money*)¹⁶, alla revisione della disciplina dei conflitti di interessi e degli incentivi all’intermediario¹⁷, dal rafforzamento dei requisiti di adeguatezza e

¹⁵ I contenuti di tali misure — anche alla luce delle posizioni frattanto espresse dal Parlamento e dal Consiglio — sono bene esaminati da F. DI CARLO, D. GOBBO, *Retail investment package: il confronto su product governance, value for money e inducements*, in *DB-Non solo diritto bancario*, 2024. Per un’analisi dei vari aspetti problematici, e non solo, che la POG pone, si vv. V. RAVAGNANI, *Direttrici evolutive e persistenti disarmonie nei regimi legali a tutela degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2020, III, pp. 1381 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, editoriale, pp. 1 ss.; V. TROIANO, *La Product Governance*, in V. TROIANO, R. MONTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Padova, 2016, pp. 215 ss.; M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in *Riv. dir. impr.*, 2015, III, pp. 671 ss.; S. LANDINI, *Le “Preparatory Guidelines” di EIOPA in relazione agli obblighi in materia di governo e controllo del prodotto da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi*, in *Dir. merc. ass. e finanz.*, I, 2016, pp. 411 ss.; M. SIRI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie e la “product governance” nei servizi finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 2017, pp. 149 ss.; G. MARTINA, *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in *Orizzonti*, 2021, II, pp. 797 ss.; P. MARANO, *La Product oversight and governance tra innovazione europea e divergenze parallele italiane*, in *Assicuraz.*, II, 2017, pp. 211 ss.; P. CORRIAS, *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell’assicurando*, in *ibidem*, 2017, II, pp. 9 ss.; V. SANASI D’ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Dir. merc. ass. finanz.*, 2018, I, pp. 59 ss.; R. LO CONTE, *La Product Oversight and Governance nel diritto assicurativo. Evoluzioni delle forme di tutela del cliente e regolazione del mercato*, Milano, 2023.

¹⁶ La tematica è stata trattata, più di recente, da R. LO CONTE, *Il value for money nei processi POG: profili applicativi e prospettive future*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, pp. 239 ss.

¹⁷ Sul punto, F. MOCCI, *La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy*, in *DB-Non solo diritto bancario*, 2023, 1-121. Con specifico riferimento al contenuto della proposta di direttiva della Commissione europea, S. DE POLIS, *La EU Retail Investment Strategy - Profili di diritto del mercato assicurativo. Relazione di base al Convegno di Studi - Università La Sapienza, 22 febbraio 2024*, in www.ivass.it, pp.5-6, precisa come «la proposta di direttiva introduce per i prodotti IBIPs una serie di restrizioni e salvaguardie in relazione agli incentivi e alla consulenza, in particolare ritenendo giustificata la percezione dei primi come

remunerazione del maggior valore della consulenza resa all'investitore. È stato in particolare proposto un divieto parziale di percepire incentivi per la vendita di prodotti di investimento assicurativo senza consulenza o con consulenza su base indipendente. [...] Nel caso di vendite di prodotti di investimento assicurativo in regime di consulenza, la proposta prevede regole più stringenti per garantire che la stessa venga effettivamente resa nell'interesse dell'investitore, eliminando le distorsioni che nella fase di raccomandazione del prodotto potrebbero derivare dalla percezione di incentivi. In particolare, i principi alla base dei test di ammissibilità degli incentivi previsti attualmente nel contesto MiFID (innalzamento della qualità del servizio offerto) e IDD (assenza di *consumer detriment*) vengono sostituiti dal nuovo *test del best interest* del cliente, che richiede di effettuare la consulenza sulla base della valutazione di un'“appropriata gamma” di prodotti IBIPs, tra i quali dovrà essere raccomandato quello adeguato e maggiormente efficiente. Il distributore dovrà inoltre consigliare, tra i prodotti ritenuti adeguati, almeno un prodotto che soddisfi le esigenze del cliente senza al contempo prevedere servizi aggiuntivi, non necessari ai suoi obiettivi di investimento e che determinerebbero un incremento dei costi. Infine, l'investitore dovrà sempre essere informato circa l'esistenza, la natura e l'importo dell'incentivo pagato o percepito dal distributore». Ancora, in dottrina, si v. A. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019; M. DE POLI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, pp. 774 ss.

appropriatezza del prodotto¹⁸ al potenziamento dei requisiti professionali degli intermediari,¹⁹ dalla promozione dell'educazione

¹⁸ Sempre S. DE POLIS, *La EU Retail Investment Strategy*, cit., pp. 6-7, rileva che «la proposta della Commissione chiarisce e rafforza i requisiti che i distributori devono rispettare nel valutare l'appropriatezza, o l'adeguatezza di un prodotto per l'investitore al dettaglio. Per la vendita di prodotti d'investimento assicurativo, viene introdotto l'obbligo di spiegare in modo chiaro e semplice ai clienti lo scopo delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza del prodotto, informandoli delle conseguenze negative sulla qualità delle valutazioni qualora siano fornite dal cliente informazioni inesatte o incomplete. Per la vendita di prodotti d'investimento assicurativo, viene introdotto l'obbligo di spiegare in modo chiaro e semplice ai clienti lo scopo delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza del prodotto, informandoli delle conseguenze negative sulla qualità delle valutazioni qualora siano fornite dal cliente informazioni inesatte o incomplete. Il distributore, nel prestare consulenza ed effettuare la valutazione di adeguatezza del prodotto IBIP, dovrà tenere conto anche della necessità di diversificazione del portafoglio del cliente. Per i prodotti di investimento assicurativo, la *portfolio diversification* può essere tenuta in considerazione solo qualora il prodotto assicurativo abbia già superato il *demands and needs test*. Se il prodotto non supera il *test*, non dovrebbe essere in alcun modo collocato al cliente, nemmeno in ottica di portafoglio. È essenziale – come recita la relazione alla proposta di Direttiva - che la copertura assicurativa degli IBIP sia coerente con le richieste e le esigenze assicurative del cliente. Diverso è il caso della vendita di un prodotto finanziario non assicurativo, per il quale la normativa MIFID non richiede un *demands and needs test*. A seguito della valutazione di adeguatezza, dovrà esser fornito al cliente, prima della conclusione del contratto, un report che indichi l'esito della valutazione».

¹⁹ Su questo fronte, in linea con gli orientamenti delle Autorità europee di vigilanza, la proposta di direttiva introduce dei requisiti professionali per i consulenti in materia di investimenti, i quali dovranno saper comprendere le caratteristiche, i rischi e le peculiarità principali degli strumenti finanziari offerti o raccomandati, i costi e gli oneri complessivi a carico del cliente, così come dovranno essere in grado di riconoscere se il tipo di prodotto consigliato sia effettivamente adottato al cliente, sulla base delle informazioni che dovranno premurarsi di raccogliere dallo stesso. La dottrina ha dedicato non poca attenzione alla consulenza finanziaria e alle caratteristiche della stessa. Tra gli altri, si v. D. SICLARI, *La consulenza finanziaria "indipendente" prevista dalla MiFID II alla prova dei fatti*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela, Regole di governance, mercati*, Padova, 2016, pp. 515 ss.; P. MARANO, *L'attività e la disciplina dei consulenti finanziari*, in M. CERA, G. PRESTI (dir. da), *Il Testo unico finanziario*, Bologna, 2020, pp. 744 ss.; N. MICIELI, *La consulenza: le nuove frontiere dei servizi di investimento*, in *Banca imp. soc.*, 2020, I, pp. 544 ss.

finanziaria²⁰ al potenziamento delle qualità delle informazioni e delle comunicazioni di *marketing*²¹.

Non è nelle intenzioni di questo scritto indagare ad ampio spettro e in maniera minuta e capillare i contenuti delle proposte normative che compongono la RIS. Piuttosto, si vuole provare ad approcciare alla *EU Retail Investment Strategy* da un angolo prospettico di tipo istituzionale, là ove il riferimento all'istituzione non deve essere inteso soltanto nell'accezione comune del termine (pubblici poteri deputati ad esercitare prerogative preordinate ad assicurare una corretta attuazione di regole giuridiche nell'ampio spettro fenomenologico della realtà sulla quale sono destinate ad atterrare), ma anche nell'accezione

²⁰ In relazione a tale ambito, le proposte della Commissione mirano ad indurre gli Stati membri a promuovere misure di alfabetizzazione finanziaria. Come osserva, M. PICCINNO, *op. cit.*, 10-11 «se è vero, infatti, che un basso livello di cultura finanziaria sembra scoraggiare il ricorso al servizio di consulenza, è altresì corretto sostenere che, al crescere della *financial education*, la maggiore sicurezza nelle proprie capacità aumenterebbe la tendenza del cliente a decidere in autonomia, ossia a discostarsi dalle raccomandazioni ricevute dall'intermediario preventivamente consultato. D'altra parte, una maggiore istruzione (intesa come *proxy* del livello di *financial education*) si associa a una maggiore propensione a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario, ossia una maggior propensione a cedere i propri capitali "dormienti" al mercato, secondo quanto espressamente auspicato dalla Commissione UE. Per tale ragione, la riforma richiede agli Stati membri di promuovere misure a sostegno dell'educazione all'attività di investimento responsabile rivolta ai clienti al dettaglio e ai potenziali clienti al dettaglio quando accedono a servizi di investimento o servizi accessori (Tit. VI *bis*, art. 88 bis, per i prodotti assicurativi art. 16 *bis*)». Sul valore e sulle ricadute pratiche dell'educazione finanziaria, D. SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, pp. 79 ss.; ID., *Tutela del risparmio ed educazione finanziaria*, in *Dirigenza bancaria. Finance, management, innovation*, 2017, pp. 9 ss.

²¹ In estrema sintesi, e rinviando a quanto sarà detto nello scritto, sul fronte della *discovery*, la RIS prevede misure volte ad obbligare gli intermediari ad esporre adeguate avvertenze sul rischio in tutto il materiale informativo, a fornire a tutti un rendiconto annuale relativo alle informazioni sui costi e sugli oneri, compresi i pagamenti di terzi. Quanto alle comunicazioni di *marketing*, sono parimenti previsti per gli intermediari misure dirette ad imporre l'adozione di apposite politiche di *marketing*, la creazione di una organizzazione efficiente per la gestione delle comunicazioni pubblicitarie e l'obbligo di precisare, onde evitare confusione degli investitori al dettaglio, le informazioni che costituiscono (semplicemente) frutto di strategie comunicative di *marketing*.

metodologica colta da quella dottrina²² che ha dedicato non poche fatiche (anche) alla individuazione dell'oggetto e del metodo degli studi di diritto dell'economia²³; un diritto che non si può distinguere

²² Solo per menzionare alcuni dei più noti studiosi che vi hanno riservato attenzione, G. QUADRI, *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1980; M. GIUSTI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1994; M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995; A. CARULLO, *Lezioni di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1997; G. DI PLINIO, *Diritto pubblico dell'economia*, Milano, 1998; S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2019; G. LUCHENA, *Il diritto dell'economia*, in E. BANI, F. DI PORTO, G. LUCHENA, E. SCOTTI, *Lezioni di diritto dell'economia*, 2023, pp. 11 ss.; M. PELLEGRINI (c. dura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2023.

²³ G. DI GASPARE, *Oggetto e metodo del diritto dell'economia*, in *Amministrazioneincammino.it.*, 2017, pp. 3-5, ha avuto modo di rilevare che «il diritto dell'economia non si può distinguere sulla base di "istituti giuridici tipici", senza peraltro cadere necessariamente nell'annichilimento riduzionista della materia. Se si vuole trovare un fondamento al diritto dell'economia è necessario quindi ricercare un punto di osservazione che consenta di inquadrare la materia in una visione d'insieme concettualmente ordinata. Diviene necessario arretrare il punto di osservazione, abbandonando il piano di ricostruzione analitico sistematica degli istituti assumendo, in via di prima approssimazione, ad oggetto del diritto dell'economia non lo studio degli istituti ma quello delle istituzioni. Si definisce così un secondo livello di rappresentazione della realtà giuridica non contrapposto, ma piuttosto complementare, a quello tradizionale degli istituti. Le istituzioni sono sostanzialmente diverse dagli istituti. Esse sono giuridicamente fattispecie complesse al cui interno si collocano gli istituti giuridici, senza però che le prime siano scomponibili nei secondi. In questo modo, prende forma un diverso piano di rappresentazione della fenomenologia giuridica che consente di configurare il diritto dell'economia quale diritto delle istituzioni rilevanti per il sistema economico. Un diritto di secondo livello, dunque, che va oltre la ricostruzione positiva dagli istituti e che ha a proprio oggetto lo studio delle relazioni che intervengono tra le istituzioni rilevanti per l'economia. Il concetto di istituzione, tipico peraltro anche delle scienze sociali ci consente, in via di prima approssimazione, di distinguere il diritto dell'economia dagli altri rami del diritto che si occupano, invece, dello studio di specifici istituti giuridici ordinati per settori o per materie. In questo ordine di idee, le istituzioni vengono in evidenza come centri di imputazione di attività giuridicamente rilevanti. Esse rappresentano una strutturazione simbolica della realtà giuridica. [...] il diritto dell'economia, studiando le istituzioni e non i singoli istituti, ha un proprio oggetto differenziato che, in via di prima approssimazione, definiamo come lo studio delle istituzioni fondamentali per l'economia (pubblici poteri, mercato ed impresa) e dei rapporti interistituzionali intercorrenti tra le stesse istituzioni. Ad essi è necessario aggiungere anche lo studio dei rapporti istituzionali, intesi questi ultimi come rapporti tra le stesse istituzioni e gli individui. Tali rapporti danno luogo alle posizioni giuridiche fondamentali degli individui stessi nei confronti delle diverse istituzioni, con le quali si relazionano

sulla base di istituti giuridici tipici, perché tutto teso ad esaminare, con un approccio pratico-teleologico e transdisciplinare²⁴, le istituzioni e, dunque, i rapporti tra mercato, poteri pubblici, imprese e individui. In questo ordine di idee, l'itinerario argomentativo di cui ci si intenderà avvalere sarà grossomodo strutturato in due parti. Innanzitutto, sarà compiuta una rapida panoramica dei compiti e delle prerogative che la proposta di direttiva *omnibus* attribuisce ad ESMA e ad EIOPA. Successivamente, saranno sviluppate alcune considerazioni volte a sussumere e misurare i nuovi compiti che le Autorità europea di

giuridicamente». Queste analisi sono ulteriormente sviluppate dallo stesso Autore nell'ormai celeberrimo, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2017. Più di recente, colpiscono e affasciano per ricchezza d'analisi, lucidità di pensiero e accattivante stile di prosa, le riflessioni di G. LUCHENA, *Orizzonti del Diritto dell'economia: un'introduzione oggetto, metodo, dottrine*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2023, I, pp. 424 ss., il quale osserva — tra i moltissimi altri aspetti degni di attenzione — che «il diritto dell'economia è caratterizzato da un'ampia e pluriversa configurazione, connotato da una dimensione interdisciplinare e transdisciplinare, con peculiarità e caratteristiche identitarie sue proprie. L'oggetto del diritto dell'economia assume una poliedricità contenutistica e un'organicità di metodo tale da consentirle di fungere quale caleidoscopio dell'elaborazione teorica di una molteplicità di fattispecie, di fenomeni e di dinamiche riconducibili al fattore economico, alle attività economiche e al mercato. Il richiamato aspetto interdisciplinare rappresenta una delle cifre identitarie del diritto dell'economia quale sapere giuridico morfologicamente aperto e dinamico. Il diritto dell'economia studia dinamicamente i cambiamenti sociali, istituzionali, politici ed economici determinati dalla realtà effettiva e dalla fenomenologia conseguente ai cicli economici, dagli assetti dei sistemi politici e dalle forme di governo, ed è sostanzialmente il testimone privilegiato dei fenomeni grazie alla sua apertura agli altri saperi giuridici: l'evoluzione socio-economica determina il bisogno di nuove regolazioni (p. 438). Il metodo del diritto dell'economia è il diritto dell'economia quale strumento interdisciplinare d'indagine di un complesso di fonti normative (costituzionali, sovranazionali, primarie, secondarie) che involge le istituzioni plurilivello e globali quali soggetti regolatori o interventori nell'economia: metodo teorico-pratico arricchito dalle dinamiche e dai contesti giuridico-economici di un determinato momento storico nel quale trovano (dovrebbero trovare) piena legittimazione democratica gli elementi fenomenologici tipici dei sistemi politici (sistemi elettorali, ruolo delle comunità intermedie, organizzazione istituzionale, funzione giurisdizionale, e così via), in un continuo scambio di apporti e di teorie che coronano la materia di una molteplicità di punti di osservazione» (p. 443).

²⁴ A questo proposito, si rinvia alle riflessioni sviluppate, con consueta straordinaria profondità di pensiero e notevole chiarezza espositiva, da F. CAPRIGLIONE, M. SEPE, *Riflessioni a margine del diritto dell'economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, II, pp. 385 ss.

vigilanza saranno chiamate a svolgere alla luce di alcune «fattispecie complesse» che la RIS presuppone ed evoca: i caratteri indefettibili della regolazione mediante informazione, il ruolo che i *policy maker* sono chiamati ad assumere nel governo della regolazione mediante informazione e il c.d. sovraccarico informativo.

2. *Mercati finanziari e asimmetrie informative negli investimenti al dettaglio*

Il filosofo greco Diogene, detto il Cinico, pare fosse solito intendere il mercato come un luogo appartato dove gli uomini possono ingannarsi l'un l'altro²⁵. Fin troppo scontato rilevare che si tratta di una definizione di mercato²⁶ quanto meno corriva e provocatoria. E tuttavia appare contrassegnata — piaccia o meno ammetterlo — da un componente di intrinseca verità: gli *animal spirits*²⁷ di keynesiana memoria conducono spesso volte i soggetti coinvolti in negoziazioni a veicolare le informazioni relative al prodotto o al servizio che intendano offrire in maniera tale che ne siano esaltate le qualità e i vantaggi e, al contempo, ridimensionati i difetti e gli svantaggi. Del resto, numerosissime analisi

²⁵ Sui fondamentali teoretici della filosofia dei Cinici, si v. G. ZUCCANTE, *Diogene il Cinico*, Sabadell, 2020.

²⁶ M.R. FERRARESE, *Immagini del mercato*, in *Stato e mercato*, 1992, pp. 291 ss., precisa che «il concetto di mercato è uno dei più usati dagli economisti. Anche in sociologia e, più in generale, nelle scienze sociali (scienza politica, storia, filosofia), ci si imbatte di frequente in questo termine. Ma ad un uso tanto frequente, ed esteso a discipline diverse, non corrisponde una parallela attenzione data nella letteratura a tale concetto. Generalmente il concetto di mercato viene assunto come un dato carico di riferimenti a pochi e condivisi tratti caratteristici, e viene usato senza ulteriori precisazioni o indagini analitiche. [...] Oltre a questa scarsa attenzione analitica nei confronti del concetto di mercato, un'altra caratteristica appare diffusa: la tendenza a parlare di mercato in maniera spesso allusiva, talora metaforica, e ad indicare con questo termine cose non sempre coincidenti. Il termine «mercato» si rivela insomma polisemico. La polisemia del termine «mercato» risalta ancor più se si pensa al termine «commercio», la cui valenza semantica è enormemente più ristretta: il commercio è un tipo di «pratica» bilaterale, consistente nello scambio di beni, generalmente per fini di lucro».

²⁷ Sul concetto di «spiriti animali» all'interno dei mercati, interessanti e progredite sono le riflessioni svolte da R.J. SHILLE, *Animal Spirits*, Princeton, 2009.

economiche²⁸ hanno dimostrato come una delle principali cause di «fallimento del mercato»²⁹ sia quella delle «asimmetrie informative»³⁰:

²⁸ Per tutti, D.W. PEARCE, *Market Failure*, in *Macmillan dictionary of modern economics*. Washington, 1986; J.E. STIGLITZ, *Markets, market failures and development. Perspectives on economic development*, in *American Economic Review*, 1998, pp. 193 ss.

²⁹ S. CUNNINGHAM, *Understanding market failures in an economic development context*, Pretoria, 2011, pp. 4-26, afferma che «in a market economy, the market is the most important place for producers and customers to coordinate their actions. Most people immediately think of a physical marketplace, but it can also be virtual (a stock exchange) or abstract, such as a futures exchange. Recently, authors such as Harford and Levitt and Dubner have contributed towards raising the awareness of economics and particularly the role of markets in the everyday lives of people through the publication of popular books. The market is the most efficient way of making resource allocation decisions. In markets, resource allocation decisions are taken in a decentralised way by producers and customer. The price is the main means of communication. Rising prices signal producers to produce more, falling prices tell them to scale back production. The same price signals tell customers about quality or perhaps even value. [...] that for a market to work, five specific elements are required as a platform: a) Information that flows smoothly; b) Property rights that are protected; c) People must be able to be trusted to fulfil their promises; d) Side-effects on third parties must be curtailed. Moreover, Rodrik (2000:5-10) identifies five non-market institutions that are needed for markets to perform: a) Property right; b) Regulatory institutions; c) Institutions for macroeconomic stability; d) Institutions for social insurance; e) Institutions for conflict management. The term “market failure” does not imply that a market is not working at all, but that it is not working efficiently because it is not producing goods that are wanted. In the economics literature several different market failures are described: Natural monopoly; External effects; Indivisibilities or economies of scale; Asymmetric information; Public goods».

³⁰ Per ogni approfondimento sul tema, guardato anche da una prospettiva più ampia e riferita ai tre settori del mercato finanziario, si rinvia a P. CORRIAS, *La disciplina del contratto di assicurazione fra codice civile, codice delle assicurazioni e codice del consumo*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, II, pp. 1749 ss.; G. ROMAGNOLI, *La protezione dei consumatori tra novella e disciplina speciale dei contratti bancari e finanziari*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 405 ss.; V. PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetrie e condotte abusive*, Padova, 2008; A. URBANI, *Banca, attività bancaria, attività delle banche*, in Id., (a cura di), *L'attività delle banche*, Padova, 2010; A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, pp., 36 ss.; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e contratti bancari: l'esperienza italiana*, in *Revista de la Facultad de Derecho de México*, 2019, II, 809 ss.; ID., *Asimmetrie informative e rapporti Contrattuali*, Padova, 2002; ID., *La Contrattazione Bancaria. Tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012; M.A. SALERNO, *Sul contenuto e la forma della valutazione di adeguatezza delle operazioni in strumenti finanziari e*

la condizione in cui tra due o più agenti che si trovano ad agire sul mercato per concludere un rapporto negoziale, solo alcuni dispongano di un *set* informativo (adeguato e attendibile) per compiere valutazioni e assumere scelte consapevoli in ordine alla convenienza, o meno, di stipulare quel contratto avente ad oggetto quel determinato prodotto.

Il tema delle informazioni e, più propriamente, la preoccupazione per i rischi sottesi delle asimmetrie informative è sempre stato avvertito dalla regolazione dei mercati finanziari. Le norme in materia di informazione sono state all'origine del *corpus* normativo dell'Unione europea sui mercati dei capitali già alla fine degli anni '80, per poi svilupparsi in tutti gli altri settori della legislazione finanziaria³¹. Se non

dei relativi obblighi informativi nella disciplina pre-MiFID, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, III, pp. 415 ss.; ID. *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari nella MiFID II: problemi di enforcement della disciplina*, in A. PACIELLO, V. SANTORO; P. VALENSISE (a cura di), *Regole e Mercato*, Torino, 2016, pp. 427 ss.; ID., *La disciplina in materia di protezione degli investitori nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente?*, in *Dir. banc.*, I, 2016, pp. 437 ss.; C. CORVESE, *La tutela dell'investitore in prodotti finanziari assicurativi tra il ritorno alla vigilanza settoriale e la necessità di livellare il piano di gioco fra il mercato mobiliare ed il mercato assicurativo*, in A. PACIELLO, V. SANTORO, P. VALENSISE (a cura di), *Regole e Mercato*, cit., pp. 478 ss.; V. SANTORO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari in prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Priips)*, in A. PACIELLO, V. SANTORO, P. VALENSISE, *op. cit.*, pp. 525 ss.; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 1110 ss.; M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, pp. 578 ss.; M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, IV, pp. 145 ss.

³¹ In particolare, F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy How to boost retail investors participation in financial markets*, 2023, consultabile anche in www.dirittobancario.it, pp. 30-31, ricorda come «disclosure rules were at the origin of the entire body of EU capital markets law back in the late 1980s, starting from the original Directives on prospectus and listing, and have been developing steadily in all other areas of financial legislation since then. This development has been carried out by concentrating on the need to provide increasing, more expansive and granular information, rather than focussing on the quality and the effectiveness of disclosure. In most, if not all areas of financial legislation there is now an intricate web of disclosure rules, most of which need to be carefully reconsidered in terms of their effective utility, especially for retail investors. Over time, and in relation to disclosure, EU legislation did not adequately address the following matters: (i) disclosure rules are a double-edged sword. On the one hand, they are generally designed to protect

fosse che questa attenzione (risalente e costante) riservata alle informazioni che debbono essere rese da imprese e intermediari in favore dei clienti (attuali o potenziali) non ha prodotto i risultati auspicati. La finalità è sempre stata quella di favorire la divulgazione di informazioni quanto più possibile completa, di guisa da favorire una partecipazione consapevole degli investitori. Tuttavia, è innegabile che — nonostante la presenza di intermediari comunque attenti alle esigenze informative della loro clientela — ai propositi e alle visioni politiche non ha fatto seguito una regolazione pienamente efficace ed efficiente nel perseguimento degli obiettivi che si era inteso conseguire.

investors, and to support them in taking appropriate and informed investment decisions. On the other hand, they may serve as a means to shield issuers and product companies from issues of liability, and thereby function in order to serve objectives quite opposite to the ones that they were initially designed to pursue. This risk becomes evident especially when disclosure is excessive, inflated, and difficult to understand, as is – unfortunately – often the case in the existing legislations, as clearly shown by the Report. The recent attempts of the EC to revisit and simplify, for instance, the rules on prospectus⁸⁴ are a clear indication of how important this aspect is, but they are too timid; (ii) further to the above, disclosure rules should be structured in such a way as to provide only information which is effectively useful, if not essential, from the perspective of the investors; (iii) multiple layers of information in relation to the same transaction ought to be avoided. As the Report points out, there are overlapping and concurring information duties that result in information excess: for instance, when a certain product is placed to retail clients in the context of the provision of investment services, the comprehensive information duties established by MiFID II combine with those on the underlying product (prospectus, key investor information document (KIID), etc.); (iv) across different sectors, disclosure rules do not consider the need to have substance prevail over form. Most of the times, disclosure regimes differ on the basis of purely formal elements, disregarding the fact that the products share many similarities: this is the case, for instance, of several insurance-based financial products vis-à-vis investment funds; (v) ultimately, it should be kept in mind that the core legislation on disclosure was developed in times when EU rules did not include provisions covering, amongst other, investment services, investment funds, and other major areas of financial intermediation. The founding “father” of EU capital markets regulations – the prospectus regime – was conceived decades ago in a context where there was little or no further legislation in that field, particularly as to service providers or conduct of business rules (the ISD dates back to 1993). Disclosure rules should therefore be re-considered and re-assessed in a context where the roles of intermediaries, in supporting and intermediating investors’ decisions, has become decisive. Information to the market is in fact mostly filtered, in different ways, by professionals, and the approach to the disclosure regimes should consider this evolution».

Non servono indaginose analisi e sofisticate argomentazioni per dare riprova del fatto che, qualcosa, evidentemente non ha funzionato come doveva. È sufficiente limitarsi a ribadire che le proposte di direttiva *omnibus* e di regolamento su cui fonda la *EU Retail investment strategy* mirano — tra le altre cose — a realizzare un cambio di paradigma: dalla «informazione di facciata» (od obesità informativa) alla «informazione selettiva, intelligente e standardizzata». L'obiettivo eurounionale di realizzare una «economica al servizio delle persone» abbisogna di misure dirette a favorire una maggiore partecipazione degli investitori al dettaglio al mercato dei capitali; partecipazione che deve avvenire in maniera più responsabile e consapevole. Cosa fare, allora? Intervenire (anche) sul fronte dei «contenuti», dei «formati» e del «controllo» delle informazioni che gli intermediari finanziari e assicurativi debbono mettere a disposizione delle autorità di vigilanza e dei loro clienti, così da migliorare la complessiva trasparenza del mercato³². Le criticità sin qui riscontrate sono, infatti, diverse: difficoltà di accedere ad informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili, il rischio di essere influenzati da informazioni di *marketing* non realistiche attraverso canali digitali e pratiche ingannevoli, etc³³. Una simile realtà (dis)informata ha finito per dare luogo ad un paradosso: anziché proteggere i clienti, consentendo loro di acquisire delle informazioni adeguate e pertinenti per la realizzazione di investimenti responsabili³⁴, le regole sull'informazione hanno assunto le fattezze di

³² In argomento, P. MONTALENTI, *Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, II, pp. 250 ss.; G. MAZZEI, *Trasparenza dei contratti e dei mercati bancari e finanziari*, Bari, 2018; A.M. PANCALLO, *La trasparenza bancaria nella transizione ad un mercato sostenibile*, Bari, 2022; A. URBANI, *La «trasparenza» nel diritto dell'economia*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia, cit.*, pp. 233 ss.

³³ Nemmeno a dirlo, plurime le cause: dalla insufficiente standardizzazione delle informazioni che debbono essere rese agli investitori al dettaglio alla sovrabbondanza, stordente e disorientante, di informazioni che sono rese ai consumatori, dalla difficoltà di confrontare i prodotti e servizi offerti con parametri che siano attendibili alla scarsa efficacia della cornice normativa, che ha finito con l'incentivare la condivisione di informazioni sempre più dettagliate e granulari, in luogo di informazioni chiare e comprensibili (ossia informazioni più di forma che di sostanza).

³⁴ In argomento, per queste e altre questioni speculari, si v. M. RABITTI, *Disorientamento e opportunismo del consumatore nei contratti del mercato finanziario*, in *IANUS Diritto e finanza*, 2019, III, pp. 40 ss.; ID., *Il consumatore*

un obbligo di facciata, capace di manlevare da responsabilità quegli intermediari dal fare poco corretto. Formalmente esse vanno conformandosi agli obblighi informativi previsti dalla regolazione di settore, ma nel farlo si prodigano spesse volte nella somministrazione di informazioni che, per obesità contenutistica e scarsa comprensibilità, aiutano poco o nulla il cliente ad orientarsi in merito alla convenienza, o meno, di un determinato prodotto o servizio³⁵.

3. ESMA ed EIOPA nell'attuazione delle misure per il potenziamento della «consapevolezza» degli investitori retail. Uno sguardo d'insieme

Su di una simile realtà, fatta di claudicanze, inefficienze e incertezze informative, puntano ad innestarsi le proposte di direttiva e di regolamento della RIS. Al pari di ogni proposta destinata ad incidere sulla cornice giuridica di un determinato ambito o settore economico, anche tali misure non sono autosufficienti. Per sortire i loro effetti, conformando la realtà fattuale al modello legislativo predeterminato

vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni, in Dialoghi di diritto dell'economia, 2023, pp. 1-9.

³⁵ In dottrina, la rilevanza dell'informazione quale autonomo bene giuridico, sia pure strumentale, è indagata da A. DI BIASE, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento*, Torino, 2023. Per un inquadramento generale, anche in ordine alle conseguenze connesse alla violazione degli obblighi informativi nei mercati finanziari, E. CAPOBIANCO, *Contrattazione bancaria e tutela del consumatore*, Napoli, 2000; R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, III, pp. 72 ss.; ID., *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1999, I, pp. 769 ss.; R. LENER, *Forme contrattuali e tutela del contraente non qualificato nel mercato finanziario*, Milano, 1996; A. NAZZARO, *Obblighi di informazione e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, IV, 2005, pp. 587 ss.; G. GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, II, pp. 115 ss. F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; A. TUCCI, *Il rapporto intermediario/cliente, fra servizio e contratto*, in AA.VV., *Scritti giuridici in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, pp. 813 ss.; G. BASTIANELLI, *Violazione degli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento e riparto dell'onere probatorio nei giudizi di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2020, III, pp. 809 ss.

astrattamente, le regole giuridiche dirette potenziare la consapevolezza degli investitori al dettaglio necessitano di essere affiancate, nella loro concreta estrinsecazione, da un intervento pubblico, sia esso di *rulemaking* ovvero di *adjudication*. È per questo che la *EU Retail Investment Strategy* prevede l'attribuzione di più e diverse prerogative, per i rispettivi settori di competenza, all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)³⁶ e all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA)³⁷. Pur trovandosi in presenza di compiti eterogenei — talvolta quasi-regolatori, talaltra di amministrazione attiva — risultano accomunati sul fronte teleologico: quello di migliorare la qualità del *set* di informazioni che gli intermediari e le imprese di assicurazione sono obbligati a fornire agli investitori al dettaglio, così da atteggiarsi a «poteri sull'informazione per l'informazione».

In linea generale, è contemplato il conferimento ad entrambe le Autorità europee di vigilanza³⁸ del potere di definire, aggiornare e

³⁶ Cfr., Regolamento 1094/2010/UE 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 2009/78/CE della Commissione.

³⁷ Cfr., Regolamento 1095/2010/UE 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 2009/78/CE della Commissione.

³⁸ La dottrina sull'argomento è amplissima. Senza pretesa di esaustività, in ordine sparso, si v. R. D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banc. fin.*, 2011, II, pp. 109 ss.; D. MASCIANDARO, *La riforma della vigilanza in Europa e Stati Uniti: i quesiti aperti*, in P. BILANCIA (a cura di), *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012, pp. 65 ss.; L. TORCHIA, *La regolazione indipendente nell'ordinamento europeo: i nuovi organismi di settore*, in *ibidem*, pp. 257 ss.; E. CHITI, *Le agenzie europee. Unità e decentramento nelle amministrazioni europee*, Padova, 2002; ID., *La dimensione europea e globale*, in L. TORCHIA (a cura di), *Il sistema amministrativo italiano*, Bologna, 2009, pp. 171 ss.; ID., *Decentralized Implementation. European Agencies*, in *Oxford Principles of European Union Law*, 2018, pp. 748 ss.; M. BUSUIOC, *Rule Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*, in *European Law Journal*, 2013, pp. 113 ss.; E. D'ALTERIO, *Agenzie e autorità europee: la diafasia dei modelli di organizzazione amministrativa*, in *Dir. amm.*, 2012, IV, pp. 801 ss.; GV. SALVATORE, *Le Agenzie tra Unione Europea e stati membri. Oltre la sussidiarietà*, in ID. (a cura di), *Le Agenzie dell'Unione Europea. Profili istituzionali e tendenze evolutive*, Pavia, 2011, pp. 17 ss.; C. TOVO, *Le agenzie*

mettere a disposizione i parametri (o, se si preferisce, gli *standard*)³⁹ di riferimento dei costi e del rendimento dei prodotti alla luce dei quali gli intermediari saranno tenuti a confrontare i loro prodotti prima di proporli sul mercato. Per facilitarne l'elaborazione viene quindi auspicato un «procedimento composito»⁴⁰ fondato su una intermediata cooperazione informativa: le imprese di investimento, le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi distributori di prodotti assicurativi debbono segnalare alle autorità competenti dello Stato d'origine tutta una serie di informazioni dettagliate su costi e oneri del prodotto e sulle caratteristiche dello stesso quanto al rendimento e al livello di rischio; a loro volta, in un'ottica di circolarità informativa, le autorità di vigilanza nazionali trasmetteranno le informazioni ricevute dagli operatori ad ESMA ed EIOPA, di modo che le stesse possano provvedere alla determinazione e all'aggiornamento dei parametri di riferimento.

Di poi, le stesse Autorità europee di vigilanza sarebbero chiamate ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire la serie di dati da trasmettere e le modalità di adempimento degli obblighi di comunicazione alle autorità nazionali. Ma i compiti e le

decentralizzate dell'Unione europea, Napoli, 2016; R. PISELLI, *Uno sguardo alle agenzie decentralizzate attraverso il prisma del principio di sussidiarietà*, in *Amministrazione in cammino*, Roma, 2017, pp. 3 ss.; J. ALBERTI, *Le agenzie dell'Unione europea*, Milano, 2018.

³⁹ Sulla regolazione pubblica mediante *standard* di taglio prevalentemente tecnico, P. LAZZARA, *La normativa tecnica. Integrazione tra pubblico e privato nella prospettiva della pluralità degli ordinamenti*, in *Studi in onore di Alberto Romano*, Napoli, 2011, pp. 395 ss.; G. DELLA CANANEA – A. SANDULLI, *Global standards for public authorities*, Napoli, 2013; V. BERLINGÒ, *Il fenomeno della datafication e la sua giuridizzazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2017, III, pp. 641 ss.; G. M. MARENGHI, *Standard e regolazione condivisa*, Torino, 2018.

⁴⁰ In argomento, E. PICOZZA, *Il regime giuridico del procedimento amministrativo comunitario*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 1994, I, pp. 346 ss.; S. CASSESE, *Il procedimento amministrativo europeo*, in F. BIGNAMI – S. CASSESE (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, Milano, 2004, pp. 31 ss.; G. DELLA CANANEA, *I procedimenti amministrativi composti dell'UE*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, IV, pp. 307 ss.; G. MASTRODONONATO, *I procedimenti amministrativi composti nel diritto comunitario*, Bari, 2007; ID., *Profili procedurali nella nuova amministrazione condivisa in Europa*, Bari, 2018; S. ANTONIAZZI, *Procedimenti amministrativi comunitari composti e principio del contraddittorio*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2007, II, pp. 701 ss.;

prerogative delle Autorità europee di vigilanza non si esaurirebbero qui. Ve ne sarebbero di altri, non meno importanti: p. es., l'elaborazione di orientamenti agli intermediari che divulgano informazioni in formato elettronico, l'elaborazione di orientamenti sugli strumenti finanziari rischiosi, la formulazione di norme tecniche di regolamentazione sul formato e sulla terminologia delle informazioni che devono essere rese agli investitori, etc.⁴¹. Fin qui i compiti quasi-regolatori, i quali si

⁴¹ Più in particolare, al netto delle modifiche e degli aggiustamenti che il testo della proposta di direttiva *omnibus* potrà ragionevolmente subire in sede di approvazione, da parte del Parlamento e del Consiglio, la versione resa dalla Commissione europea, in linea con le funzioni di cui è già attributaria in virtù del Regolamento istitutivo n. 1095/2010, prevede che (ESMA): *a*) elabori e aggiorni orientamenti destinati agli intermediari finanziari che divulgano informazioni in formato elettronico per aiutare le stesse a struttura l'informazione in modo idoneo (modelli, accessibilità e reperibilità dell'informazione, etc.); *b*) elabori e aggiorni periodicamente orientamenti sul concetto di strumenti finanziari particolarmente rischiosi; *c*) elabori progetti di norme tecniche di regolamentazione per precisare il contenuto delle avvertenze sul rischio connesso al prodotto e controlla la coerente applicazione di esso in tutti gli Stati membri; *d*) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione in merito al formato e alla terminologia standardizzata con cui le imprese di investimenti informano (prima della conclusione dell'operazione) sui costi, oneri e pagamenti che coinvolgono eventuali terzi; *e*) elabori progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire il formato e il contenuto della *comunicazione* che l'intermediario deve rendere al cliente in ordine al fatto che la inesattezza o l'incompletezza (conoscenza ed esperienza del settore, situazione finanziaria, capacità di sostenere perdite, etc.) delle informazioni fornite dal cliente possa incidere negativamente sulla valutazione dell'idoneità e adeguatezza del prodotto rispetto alle esigenze dello stesso, dell'*avvertenza* che l'intermediario deve rendere al cliente in ordine al fatto che la mancanza di informazioni impedisce all'impresa di stabilire se il prodotto sia idoneo e adeguato al cliente, nonché della relazione sulle informazioni raccolte, che l'intermediario deve mettere a disposizione del cliente che ne faccia richiesta; *f*) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire il formato e il contenuto dell'*avvertenza* che l'intermediario deve dare al cliente quando, in base alle informazioni fornite dallo stesso, valuti che il prodotto non sia idoneo e adeguato alle suo profilo; *g*) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione sui dati, i metodi, le modalità e la frequenza con cui gli intermediari finanziari che operano su base transfrontaliera debbono trasmettere all'autorità competente dello Stato d'origine, che a sua volta debbono trasmetterli all'ESMA (p. es., elenco degli Stati ospitanti, gamma e portata dei servizi prestati, numero e categoria di clienti, tipo di comunicazione di *marketing*, etc.). A sua volta, l'EIOPA, sempre al netto delle possibili modifiche che la proposta di direttiva *omnibus* potrebbe registrare nella sua versione definitiva, sarebbe legittimata: *a*) ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione sul

porrebbero in perfetta linea di consonanza con la c.d. dottrina Romano⁴², dal momento che sarebbe prevista una delega esplicita, i

contenuto delle informazioni che debbono essere trasmesse dall'autorità nazionali dai distributori assicurativi che svolgono attività transfrontaliera (es., elenco Stati ospitanti, tipo di attività di distribuzione, tipo di prodotto assicurativo, numero e di clienti, etc.), nonché progetti di norme tecniche di attuazione con le quali specificare il formato dei dati, le modalità e la frequenza di trasmissione alle autorità nazionali; b) ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per definire il contenuto, il tipo di dati, il formato, il metodo, le modalità e la frequenza con cui le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi debbono comunicare alle autorità nazionali il dettaglio dei costi e degli oneri associati al prodotto, inclusi i costi di distribuzione incorporati nel prodotto, i dati sulle caratteristiche del prodotto, in specie i livello di rischio e il rendimento; c) ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare il formato, il contenuto e la lunghezza delle *informazioni* che le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi debbono rendere al cliente prima che sia vincolato al contratto o all'offerta (p.es., se la consulenza sia, o meno, prestata su base indipendente, la descrizione delle principali caratteristiche del prodotto con indicazione del rischio associato al prodotto, costi e oneri espliciti e impliciti connessi al prodotto, informazioni generali sulle disposizioni fiscali applicabili al prodotto, etc.), come pure dell'estratto annuale che i realizzatori di prodotti di investimento assicurativo sono chiamati a fornire al cliente (p.es., costi e onore totali, pagamenti effettuati nei 12 mesi precedenti dall'assicurato, etc.); d) ad elaborare progetti di norme tecniche della relazione con la quale sono raccolti i dati circa la conoscenza e l'esperienza del cliente in materia di investimenti assicurativi, nonché dell'avvertenza che l'operatore è tenuto a dare circa la non idoneità del prodotto rispetto al profilo del cliente.

⁴² Sul punto, A. KREHER, *Agencies in the European Community. A step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, 1997, pp. 228 ss.; R.D. GERARDIN, N. PETIT, *The Development of Agencies at EU and National Levels: Conceptual Analysis and Proposals for Reform*, in *Jean Monnet Working Paper n. 1*, 2004, pp. 11 ss.; P. MAGNETTE, *The Politics of Regulation in the European Union*, in D. GERARDIN, R. MUÑOZ, N. PETIT (a cura di), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Chetenham, 2005, pp. 7 ss.; E. CHITI, *An important part of the EU's institutional machinery: features, problems and perspectives of European agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, pp. 1420 ss.; S. GRILLER, A. ORATOR, *Everything under control? The way forward for European agencies in the footsteps of the Meroni doctrine*, in *European Law Review*, 2010, pp. 3 ss.; T. TRIDIMAS, *Community Agencies, Competition Law, and ECSB Initiatives on Securities Clearing and Settlement*, in P. EECKHOUT, T. TRIDIMAS (a cura di), *28 Yearbook of European Law 2009*, Oxford, 2010, pp. 16 ss.; P. SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: Lifting the veil on the allocation of powers*, in *Common Market Law Review*, 2011, pp. 1897 ss.; M. SIMONCINI, *The Erosion of the Meroni Doctrine: The Case of the European Aviation Safety Agency*, in *European Public Law*, 2015, pp. 309 ss.; ID., *Nuovi regolatori e vecchi principi nel*

poteri esercitabili sarebbero ben definiti e non implicherebbero scelte politiche e di indirizzo strategico. Ad essi sia affiancherebbero, nondimeno, compiti più propriamente amministrativi, implicanti un ruolo, in certo senso, più operativo: p. es., l'istituzione di una banca dati elettronica contenete le informazioni sugli intermediari che operano su base transfrontaliera, nonché la facoltà di istituire e coordinare, di propria iniziativa ovvero su richiesta di una o più autorità nazionali, delle piattaforme di collaborazione (ossia luoghi fisici o telematici di confronto) per favorire lo scambio di informazioni in ordine alle condotte assunte da intermediari transfrontalieri, etc.

4. *La regolazione basata sull'informazione (o disclosure regulation) e le misure della Eu Retail Investment Strategy*

La rapida ricognizione delle prerogative che le Autorità europee di vigilanza saranno plausibilmente chiamate ad esercitare sul fronte delle informazioni nel segmento *retail* dei mercati finanziari consente di compiere il passaggio successivo. Quello di provare a misurare — in linea con l'approccio istituzionale di cui si è detto in apertura — le previsioni contenute nelle proposte di direttiva e di regolamento con le «istituzioni» che presuppongono ed evocano. Esse sono tre e possono essere dislocate lungo altrettanti livelli logico-concettuali: lo «strumento», i «corpi pubblici» e le «finalità perseguite».

Nella parte in cui è preordinata a migliorare la qualità delle informazioni da mettere a disposizione degli investitori *retail*, lo «strumento» su cui fonda l'intera RIS può essere indentificato — a rigore — nella *regulation by information* (regolazione mediante informazione) o *disclosure regulation*⁴³. In via di prima

diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria, in *Nomos*, 2015, pp. 1-20.

⁴³ Per una ordinata tassonomizzazione delle diverse forme di regolazione, si vv. A. OGUS, *Regulations, legal form and economic theory*, Oxford, 1994; B. DU MARAIS, *Droit public de la régulation économique*, Parigi, 2004; R. BALDWIN - M. CAVE - M. LODGE, *Understanding regulation*, Oxford, 2012. Con specifico riferimento alla regolazione tramite informazione, limitandoci alla dottrina italiana, si segnalano i contributi di F. DI PORTO, *L'informazione come oggetto e come strumento di regolazione (il caso dei mercati energetici al dettaglio)*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, I, pp. 975 ss.; ID., *La regolazione degli obblighi informativi. Le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017. Sempre, F. DI PORTO, *Protezione ed*

approssimazione, con tale espressione suole indicarsi quell'insieme di prerogative, di procedure e di regole attraverso cui le autorità pubbliche deputate al governo di uno o più settori dell'economia puntano al conseguimento di un duplice obiettivo: per un verso, acquisire e raccogliere dati e informazioni determinanti per i loro processi decisionali; per altro verso, assumere le determinazioni regolatorie (vincolanti o meno) preordinate a fissare gli *standards* alla luce dei quali i soggetti regolati sono chiamati a conformare l'esercizio dell'attività di impresa quanto ai dati e alle informazioni da mettere a disposizione delle loro (attuali o potenziali) controparti contrattuali.

A livello europeo, la regolazione tramite informazione è stata interessata — prima e più di altre tipologie di regolazione (p. es.,

empowerment del consumatore: profili cognitivi della regolazione, in *Amministrazioneincammino.it*, 2012, spec. pp. 2-4, osserva che «l'informazione è oggetto di regolazione quando si impongono agli operatori obblighi di information disclosure [...] oppure si vieta agli stessi di fornire ai consumatori informazioni false o ingannevoli. Analogamente, l'informazione può essere oggetto di regolazione anche in relazione al lato dell'offerta e quindi a vantaggio degli operatori [...]. Ma la *disclosure regulation* può anche essere state disclosure, dove cioè l'informazione è prodotta e offerta direttamente da un regolatore settoriale o dal governo (parliamo in tal caso di informazione istituzionale). [...] Qui l'informazione è usata come strumento di regolazione, con il fine di veicolare e indirizzare il comportamento di operatori e consumatori verso un obiettivo desiderato (viene alla mente, ad es., la pubblicazione di tavole sinottiche di confronto delle offerte commerciali sui mutui, la quale mira ad incrementare la trasparenza, ma anche la concorrenza tra operatori finanziari). È chiaro che la *disclosure regulation*, qualche che ne sia la forma, può essere alternativa o complementare ad altre strategie regolatorie: ad es., dinnanzi ad un bene potenzialmente dannoso il regolatore può scegliere se intervenire con standard di prodotto, con il divieto di immissione in commercio, oppure con obblighi informativi sulla pericolosità del bene. Ognuno di questi peraltro ha un'influenza diversa sull'autonomia delle imprese e dei consumatori e consente un diverso grado di differenziazione del consumatore: mentre lo *standard* di prodotto lascia immutata l'eterogeneità dei consumatori, l'obbligo informativo tende ad omogeneizzarli senza tener conto delle diverse capacità cognitive. [...] il rationale dell'intervento regolatorio è quello della riduzione dell'asimmetria informativa: consentire ai destinatari dell'informazione (consumatori, risparmiatori, elettori, operatori che ad es., chiedono l'accesso alle reti) di compiere scelte consapevoli, cioè basate sulle loro preferenze e non alterate da strategie commerciali aggressive o carenti di informazione. L'esigenza resta quella di irrobustire il consenso della parte non professionale, lasciandone intatta la libertà di scelta. Alla base c'è la convinzione, razionale, che dotando il consumatore dell'informazione questo sarà messo in condizione di orientare le proprie scelte in maniera adeguata».

regolazione *command and control*, regolazione basata su incentivazioni dirette o indirette) — da continui mutamenti, che sono venuti cumulandosi l'uno all'altro. Si danno quattro fasi. La prima è quella in cui la regolazione tramite informazione risultava incentrata sull'istituzione di alcune strutture pubbliche con il compito di raccogliere e pubblicare informazioni relative al settore di competenza, al fine di elaborare rapporti consultivi a supporto della Commissione europea (c.d. «*regolazione tramite informazione con finalità di supporto interistituzionale*»⁴⁴). La seconda fase è quella in cui la regolazione tramite informazione risultava incentrata sull'istituzione di strutture deputate ad orientare il comportamento degli attori privati tramite l'acquisizione di dati e di informazioni, la loro pubblicazione e l'adozione di apposite *linee guida* (c.d. «*regolazione tramite informazione con finalità conformativa delle attività dei regolati*»⁴⁵). La terza fase è quella in cui la regolazione tramite informazione risultava incentrata sull'istituzione di agenzie che, a fronte di obblighi di rendicontazione di dati e informazioni sempre più dettagliati, erano

⁴⁴ Come sostengono, C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *The changing nature of 'Regulation by Information': Towards real-time regulation?*, in *Eu. Law Journal*, 2023, spec. 1p. 74, «in EU law, Regulation by Information has evolved, in our view, in four subsequent but overlapping phases, all of which still exist in the regulatory toolbox. Regulation by Information was in all of these designed to ensure that the public be informed by regulatory choices and interpretations of the law, allowing regulated industries and individuals to adjust their behaviour according to the regulators' approaches. In the early phase of Regulation by Information, specific EU agencies were established to collect, structure and publish information in their respective fields of competence to influence individual behaviour as well as policy developments on the Member State and the EU levels. From a legal perspective, the agency's mandate to collect and disseminate information was not coupled with the power to issue binding regulatory decisions or rules. Having initially been used by the earliest EU agencies, this approach is still applied, for example by the European Network Information Safety Agency (ENISA). The latter collects information and brings together expertise on issues of cyber-security and techniques for developing European data spaces in an advisory role to companies and policymakers».

⁴⁵ C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *op. cit.*, spec. 174, «the second phase of development of Regulation by Information saw a shift in the approaches and mandates conferred on EU institutions and agencies.⁸ In this phase, EU institutions such as the Commission and EU agencies aimed to steer private actors' behaviour by virtue of publications. Institutions with the power to adopt binding regulatory decisions could publish information in the form of guidelines indicating how they would interpret regulatory powers conferred on them in legislative acts».

deputate ad adottare *standard* alla luce dei quali gli operatori economici dovevano assolvere i loro obblighi di rendicontazione nei confronti delle autorità pubbliche (c.d. «*regolazione tramite informazione con finalità di implementazione rendicontativa*»⁴⁶). La quarta fase è invece quella in cui la regolazione tramite informazione risulta incentrata, anche tramite il ricorso ad applicazioni e dispositivi offerti dalle nuove tecnologie informatiche e dell'intelligenza artificiale⁴⁷, sulla istituzione di agenzie che dettano *standard* con i quali viene ridotta la frequenza degli intervalli di tempo entro cui i soggetti regolati debbono trasmettere alle autorità pubbliche una considerevole mole di dati e informazioni, di modo da consentire alle stesse di aggiornare gli orientamenti, le linee guida e gli *standard* resi in precedenza (c.d. «*regolazione tramite informazione in tempo reale*»⁴⁸).

⁴⁶ C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *op. cit.*, p. 175, «the third dimension of Regulation by Information involves EU institutions and agencies having binding decisionmaking powers on individual cases and matters, as well as agencies at the EU Member State level implementing EU policies. Increasingly, EU policies impose detailed reporting obligations on market participants and data formats. Often, delegation allows agencies to define precise regulatory standards which can in turn be imposed on individuals in the context of their reporting obligations. This allows decision-making agencies, for example, to aggregate market data and target enforcement activities. The generalised ad hoc or periodic obligations to provide information can also be paired with requirements to deliver, on a case-by-case basis, information in the context of an investigation».

⁴⁷ Sui temi dell'intelligenza artificiale e sull'applicazione degli strumenti automatizzati per fini regolatori, si v. L. ENRIQUES, *Financial Supervisors and RegTech: Four Roles and Four Challenges*, in *Riv. trim. dir. fin.*, 2017, pp. 53 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ., Suppl.*, 2021, III, pp. 4 ss.; D. VALIANTE, *La regolazione dell'Intelligenza Artificiale in finanza: tra rischio e design*, in *ibidem*, pp. 37 ss.; R. LENER, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in *ibidem*, pp. 101 ss.; M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *ibidem*, pp. 186 ss.; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021; M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI – A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, Bologna, pp. 451 ss.

⁴⁸ C.H. HOFMANN, A. ZETZSCHE, F. PFLÜCK, *op. cit.*, p. 176, «EU agencies are increasingly entitled to require, and they require, not only ad hoc reporting but also a reduction in the intervals at which information must be supplied to the regulator (phase four). The latter has become increasingly prevalent in the field of financial regulation, used as a case study in this article. Obligations for transaction reporting on derivatives trading are a prime example: regulated entities are required to report

Come anticipato, le quattro fasi dell'evoluzione che ha interessato la regolazione *by information* non sono state coinvolte in una dinamica sostitutivo-espuntiva, bensì in una dinamica integrativo-cumulativa. Ai primigeni caratteri della regolazione tramite informazione sono venuti affiancandosi, combinandosi con esse, ulteriori caratteristiche.

Ebbene, le prerogative e i compiti che la RIS assegna ad ESMA e ad ESA paiono costituire paradigmatico esempio della volontà delle istituzioni europee di migliorare la morfologia della *regolazione by information* sui mercati finanziari attraverso l'assommamento delle varie caratteristiche che, nel corso del tempo, hanno interessato questo peculiare tipo di regolazione. Le disposizioni contemplate nella RIS permettono, invero, di rintracciare la presenza di diversi elementi di quello che può considerarsi, in certo senso, il «miglior tipo» di regolazione tramite informazione. In primo luogo, le previsioni contemplate nella Strategia sembrano presentare i caratteri della regolazione con finalità di supporto interistituzionale, nella misura in cui le Autorità europee di vigilanza sarebbero chiamate ad elaborare progetti di regolamentazione tecnica, così da ausiliare la Commissione nell'esercizio di funzioni regolatorie. In secondo luogo, sembrano presentare anche i caratteri della regolazione con finalità conformativa, dal momento che viene prevista l'adozione da parte di ESMA ed EIOPA di orientamenti, *standard* e parametri destinati ad orientare la condotta degli operatori economici quanto alla modalità, al contenuto e al formato con cui condividere le informazioni con le controparti contrattuali (attuali o potenziali). In terzo luogo, sembrano altresì presentare i caratteri della regolazione con finalità di implementazione rendicontativa, posto che viene prevista l'elaborazione, sempre da parte di ESMA ed EIOPA, di norme tecniche di regolamentazione dirette a specificare i dati, il contenuto, il formato e le informazioni che i soggetti regolati dovranno trasmettere alle autorità nazionali. Infine, paiono

millions of data points on a monthly basis.¹⁶ This is characterised by an increasing integration of ongoing information provision by regulated entities into the agencies' (almost) real-time decision-making based on that information. The move towards integration of information flows and regulatory decision-making stems from developments in regulatory technology enabling such integrated approaches. The integration of information reporting by regulated entities and regulatory decision-making go hand-in-hand with the deployment of advanced IT in the form of both RegTech used by businesses as well as RegTech used by agencies».

presentare pure i caratteri regolazione in tempo reale, in quanto il *set* di informazioni che i soggetti regolati dovranno trasmettere alle autorità nazionali, affinché le stesse potranno poi trasmetterle ad ESMA ed EIOPA, dovrebbe essere gestito attraverso l'utilizzo di macchine e dispositivi informatici capaci di favorire la rapida acquisizione di una considerevole mole di dati necessari a consentire il pronto aggiornamento degli *standards* e degli orientamenti già adottati.

5. *Il ruolo dei regolatori nella regolazione basata sull'informazione e le misure della Eu Retail Investment Strategy*

Ma qual è il ruolo che le autorità pubbliche debbono assolvere al fine di governare al meglio la regolazione tramite informazione? Gli esiti cui sono giunti alcuni interessanti studi permettono di comprendere che le organizzazioni pubbliche sono chiamate ad avere plurimi ruoli. Il primo è quello di provvedere alla definizione del quadro normativo; non soltanto però con l'adozione di norme giuridiche vincolanti (*hard law*), ma anche di regole tecniche connotate da una vincolatività dimidiata (*soft law*), quali ad esempio *standard*, orientamenti, parametri, linee guida, etc⁴⁹. Il secondo è quello di adottare regole (vincolanti o non vincolanti) capaci di rendere le informazioni in possesso degli operatori qualificati (i soggetti economici regolati) ampiamente accessibili, attraverso l'adozione di appositi *standard* e la creazione e gestione di apposite banche dati⁵⁰. Il terzo è quello di promuovere programmi di informazione e formazione del pubblico (p. es, avviando campagne di educazione finanziaria, portali di assistenza tecnica, etc.)⁵¹. Il quarto

⁴⁹ Secondo le tesi sostenute da F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *Information-based regulation: New roles for regulators in shaping regulatory compliance*, cit., p. 24, «the main role for regulators in informationbased regulation is to set the regulatory framework. Regulators can require mandatory disclosure of a firm's performance to be published either in online inventories (as in the TRI and other PRTRs), or displayed on the product or service itself. Regulators can also play a role in setting the regulatory framework in voluntary schemes by providing incentives for firms to disclose».

⁵⁰ Sempre F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 25, ritengono che «the second primary role for regulators is to make government data widely accessible. Public authorities may be able to gain economies of scale in data collection and then share these informational economies for the broader public benefit».

⁵¹ F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *Information-based regulation: New roles for regulators in shaping regulatory compliance*, cit., p. 26, ritengono che «third role for

può indentificarsi nel delegare a soggetti terzi (dotati delle necessarie competenze tecniche) l'attività di standardizzazione dei dati e delle informazioni⁵². Il quinto è quello di contribuire al miglioramento delle informazioni, aumentandone la credibilità e riducendo i rischi connessi alla disinformazione⁵³. Infine, quello di contribuire, con atti di più e diversa natura, alle modalità di formattazione, aggregazione, divulgazione e comunicazione di dati e informazioni⁵⁴.

Allo stesso modo di quanto s'è potuto constatare per le misure incentrate sul miglioramento della qualità delle informazioni che debbono essere rese agli investitori al dettaglio, anche per il ruolo che la RIS intende attribuire alle organizzazioni pubbliche è consentito riscontrare una non marginale simmetria con le categorie elaborate dalla dottrina, così da confermare, ancora una volta, come le istituzioni europee intendano adeguare la *disclosure regulation* dei mercati finanziari ai modelli teorici ritenuti ottimali. Dei ruoli che i regolatori pubblici dovrebbero assolvere per assicurare una idonea circolazione

regulators is a traditional role in supporting information and education programmes to augment other regulatory efforts. The role of the regulator in information programmes is to address problems of imperfect information, rather than the more usual information asymmetry of disclosure programmes. Regulators may have a role in providing social actors with information designed to remedy their lack of knowledge and so influence their behaviours. Such education programmes can be targeted at firms through technical assistance or providing frameworks for audit processes. Alternatively, they may be directed at consumers».

⁵² F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 26, ritengono che «a fourth role for regulators is delegating authority to a third-party certification or standardsetting body».

⁵³ Ancora, F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 26, osservano che «the fifth role for regulators is to assure others' information. Rather than delegate authority to a third-party organisation, regulators could selectively endorse or assure others' guidelines. Another way in which regulators may assure others' information is through improving data credibility. Various studies within our database emphasised new roles for regulators in publishing complaints, finding outliers, making complaints easier to process, ensuring credibility, undertaking public enquiries and setting data accuracy requirements to assure the quality of others' information and to guard against disinformation. This role requires regulators to develop new capabilities and relationships in intermediation, standard-setting, testing, certification and enforcement».

⁵⁴ F. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *op. cit.*, p. 26, ritengono che «finally, regulators may play a technical role in formating, displaying and aggregating data from a variety of sources».

dell'informazione, la Strategia sembra ricomprenderli tutti. Innanzitutto, il ruolo di definitore della cornice normativa sembra pienamente integrato. Qui non occorre indugiarsi troppo: la cornice regolatoria vincolante, a parte l'approvazione da parte del Parlamento e del Consiglio, sarebbe fissata dalla Commissione, mentre il grosso della cornice regolatoria di taglio tecnico, fatta di *standard*, di parametri e orientamenti, sarebbe demandato ad apposite agenzie indipendenti e tecnicamente attrezzate (EIOPA ed ESMA). Allo stesso tempo non mancherebbe il ruolo di facilitatore dell'accessibilità delle informazioni mediante la creazione di apposite banche dati, posto che EIOPA ed ESMA sarebbero chiamate ad istituire una banca dati nella quale archiviare e rendere accessibili i dati e le informazioni relativi agli intermediari, alle imprese di assicurazione e ai distributori. Come pure integrata parrebbe essere la delega, da parte delle istituzioni politiche (la Commissione europea) a «soggetti terzi» (ESMA ed EIOPA), di poteri diretti a dettare regole per la standardizzazione del contenuto e del formato delle informazioni che i soggetti regolati dovranno veicolare alle autorità competenti e alle controparti negoziali (attuali o potenziali).

Nondimeno, parrebbe pure integrato il ruolo di promotore di programmi di informazione e alfabetizzazione pubblica, dal momento che l'ESMA e l'EIOPA sarebbero chiamate a promuovere e coordinare iniziative di alfabetizzazione finanziaria. Da ultimo, sembra altresì integrato il ruolo delle Autorità europee di contribuire al miglioramento delle informazioni, aumentandone la credibilità e riducendo i rischi connessi alla disinformazione (p. es., con la fissazione dei parametri sui costi e rendimenti dei prodotti) e di standardizzazione dei formati e dei contenuti delle informazioni (p. es., con la elaborazione di progetti di norme tecniche di regolazione sulle comunicazioni, nonché sulle avvertenze che le imprese dovranno rendere ai clienti, predisponendo un documento standardizzato nella forma e nel contenuto, sulle informazioni chiave per i prodotti d'investimento preassemblati, etc.).

6. Le finalità della regolazione basata sull'informazione e le misure della Eu Retail Investment Strategy

Quali sono le finalità della regolazione basata sull'informazione? Lo scopo immediato di qualsivoglia regolazione *by information* è quello di

favorire una più facile accessibilità ad informazioni chiare, comprensibili e pertinenti. Ma perché possa essere conseguito è dapprima, necessario, che la regolazione elimini il nemico numero uno di una buona informazione: il c.d. sovraccarico informativo (c.d. *information overload*). I termini per indicare questo fenomeno sono plurimi: sovrabbondanza di informazioni, infobesità, *smog* di dati, inquinamento delle informazioni, stanchezza di informazioni, biblio-ansia, infossicazione, sovraccarico cognitivo, etc. Note sono le principali cause del sovraccarico cognitivo, quali la frammentarietà e la multisezionalità di una stessa informazione, la diversificazione dei formati e dei contenuti con i quali sono veicolate informazioni analoghe, se non addirittura identiche, l'utilizzo delle nuove tecnologie che ha aumentato a dismisura le porte d'ingresso per divulgare informazioni, etc.⁵⁵. Parimenti note sono pure le conseguenze. L'economia comportamentale e le scienze cognitive⁵⁶ hanno ormai dimostrato — tra le altre cose — che i soggetti destinatari di una sovrabbondanza di informazioni sono portati ad astenersi dal prestarvi attenzione ovvero a compiere una selezione arbitraria e intuitiva di quelle che reputano (molte volte a torto) le informazioni utili, con il risultato finale di assumere scelte non sempre congeniali alle loro

⁵⁵ Sulle origini del concetto, sulle cause e sugli effetti del sovraccarico informativo, D. BAWDEN, L. ROBINSON, *Information Overload: an overview*, in *Oxford Encyclopedia of Political Decision Making*, 2020, pp. 1-60; ID., *Information and the gaining of understanding*, in *Journal of Information Science*, 2016, pp. 294 ss.; ID., *The dark side of information: overload, anxiety and other paradoxes and pathologies*, in *ibidem*, 2009, pp. 180 ss.; J.C. BENSELIN, G. RAGSDALL, *Information overload: the differences that age makes*, in *Journal of Librarianship and Information Science*, 2015, pp. 284 ss.; S. WALGRAVE, Y. DEJAEGHERE, *Surviving information overload: how elite politicians select information*, in *Governance*, 2017, pp. 229 ss.

⁵⁶ Per alcune analisi di questo tipo, si vv. agli scritti di H. SIMON, *A behavioral model of rational choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1955, pp. 22 ss.; M. MOTTERLINI, F. GUALA (a cura di), *Economia cognitiva e sperimentale*, Milano, 2005; M. MOTTERLINI – P. PALMARINI, (a cura di), *Critica della ragione economica*, Milano, 2005; R. CATERINA (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto*, Milano, 2008; P. AQUINO, *Anomalie cognitive e scelte dei consumatori*, in *Consumatori, diritto e mercato*, 2008, pp. 46 ss.; N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in *An. Giur. econ.*, 2012, II, pp. 1 ss.; ID., *Il contributo delle scienze cognitive alla qualità delle regole*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2012, II, pp. 151 ss.

esigenze, in quanto guidate da *bias* ed *euristiche*⁵⁷: *id est*, «scelte irrazionali»⁵⁸. Per rimediare ad un simile inconveniente, la dimensione teleologica della regolazione tramite informazione è venuta progressivamente mutando. Le trasformazioni che hanno interessato gli strumenti di tale tipologia di regolazione hanno coinciso con un mutamento delle finalità perseguite. Beninteso: l'obiettivo rimane sempre quello di razionalizzare e semplificare il *set* di informazioni per favorire l'assunzione di scelte consapevoli da parte dei consumatori. Ma tale finalità — costante e immutabile — ha assunto connotazioni e gradazioni, mano a mano, diverse.

Tre le fasi di questa evoluzione⁵⁹. La prima fase va dagli anni '60 agli anni 80'. Durante questo periodo la *regulation by information* è

⁵⁷ Ricorda U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in ROJAS ELGUETA (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, p. 203, che «i risultati degli studi svolti nell'ambito della finanza comportamentale, di cui finalmente si sta tenendo conto anche in Italia, dimostrano come i comportamenti dell'uomo di fronte ad una scelta economica non siano quasi mai razionali, risultando al contrario influenzati da continui errori di ragionamento e di preferenze. Questi errori sono indotti dai c.d. *bias* (pre-giudizi, sviluppati sulla base delle informazioni possedute e non necessariamente corroborati da elementi logicamente connessi, che influenzano le scelte individuali sotto il profilo emotivo e della percezione) e dalle c.d. *euristiche* (scorciatoie mentali, che consentono di assumere decisioni di fronte a problemi complessi o ad informazioni incomplete)».

⁵⁸ In dottrina, U. MORERA, *Legislatore nazionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *An. giur. Econ.*, 2009, I, pp. 77 ss.; N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 2010, pp. 5 ss.; C. BONA, G. RUMIATI, *Psicologia cognitiva per il diritto*, Bologna, 2013.

⁵⁹ Come ricordano molto bene R. BOWEN, P. PANAGIOTOPOULOS, *Information-based regulation: New roles for regulators in shaping regulatory compliance. Bis research paper number 20*, 2015, pp. 10-11, «in order to understand contemporary trends in information-based regulation, it is worthwhile to consider where this type of regulation came from and how it has evolved over time. The trend towards disclosure in regulatory processes began with generic 'right-to-know' policies in the US from the 1960s onwards, requiring general openness in government in order to hold public officials to account. This changed the dynamics of previously closed information flows between 'expert' firms and regulators to include broader information sharing and deliberation, but has also been criticized for maintaining power structures. The right-to-know frame emphasizes transparency of governance, with governments and state actors disclosing information to citizens as part of an accountability assurance

stata animata dall'intento di assicurare una risposta soddisfacente al c.d. *diritto all'informazione*, in forza del quale il pubblico dei consociati vantava la pretesa, ritenuta giuridicamente rilevante, a conoscere il più ampio ventaglio di dati e informazioni governative⁶⁰. La seconda fase

agenda. ore open deliberation required information, eventually leading to calls for mandatory disclosure schemes such as the US Environmental Protection Agency's (EPA) Toxic Release Inventory (TRI) in 1986. Since then, over 50 countries have launched similar pollutant release and transfer registers (PRTRs), including England and Wales in 1998. These schemes are examples of second-generation 'targeted transparency' schemes, where firms are required to disclose specific factual information to support better stakeholder decision-making. Targeted transparency shifts from transparency of governance to transparency for governance. It is more focused than generic right-to-know disclosure, as "government compels companies or agencies to disclose information in standardized formats" information disclosure to 'nudge' consumers at the time that they make their decisions. Early successes in PRTRs such as the TRI have encouraged schemes in a wide variety of sectors from food hygiene ratings to building energy efficiency certificates, and beyond to vehicle safety scores, school inspection ratings, research audits at universities and publishing surgeons' success rates. [...] The most recent shift has been facilitated by new technologies such as cheap sensors, open data standards and big data analytics. 'Smart disclosure' is the 'timely release of complex information and data in standardised, machine readable formats in ways that enable consumers to make informed decisions'. Simply mandating disclosure through targeted transparency can lead to data overload and confusion, so smarter disclosure involves processing data to generate decision-relevant data. Further, while targeted transparency emphasises focused, mandatory disclosures to overcome information asymmetries, in the 'smart disclosure' era technology enables the aggregation of distributed data from a variety of sources». Per ulteriori ricerche sul tema, A. GOULDSON, *Risk, regulation and the right to know: Exploring the impacts of access to information on the governance of environmental risk*, in *Sustainable Development*, 2004, pp. 136 ss.; M. MASON, *Transparency for whom? Information disclosure and power in global environmental governance*, in *Global Environmental Politics*, 2008, pp. 8 ss.; C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The future of government*, New York, 2013.

⁶⁰ In argomento, A. FLORINI, *The Right to Know: Transparency for an open world*, New York, 2007; M. MASON, *Transparency for whom? Information disclosure and power in global environmental governance*, in *Global Environmental Politics*, 2008, pp. 8 ss.; C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The future of government*, New York, 2013. Quanto alla disciplina italiana della trasparenza dei dati e delle informazioni pubbliche, che, come si sa, soltanto a partire dallo scorso decennio ha registrato significativi passi in avanti, tra i moltissimi altri, si v. F. PATRONI GRIFFI, *La trasparenza della pubblica amministrazione tra accessibilità totale e riservatezza*, in *Federalismi.it*, 2013; M. CLARICH, *I nuovi obblighi di diffusione delle informazioni trasformano gli uffici pubblici in "case di vetro"*, in *Guida al diritto*, 2013, II, pp. 64 ss.; M. SAVINO, *La nuova disciplina della trasparenza amministrativa*, in *Giorn. dir.*

va dai primi anni '90 agli anni 2000) e in essa la *regulation by information* intendeva dare risposta al c.d. *diritto alla trasparenza mirata*, ossia la pretesa a godere di un quadro normativo chiaro e concordante sui dati e sulle informazioni da pretendere dalle imprese e sulle modalità con le quali queste ultime avrebbero dovuto rendere conoscibile le informazioni capaci di consentire ai consumatori l'assunzione di scelte più consapevoli⁶¹. Infine, la terza fase è quella che va dal secondo decennio degli anni 2000 ad oggi e in essa la *regulation by information* intende assicurare una risposta al c.d. *diritto alla divulgazione intelligente* attraverso la fissazione di una cornice giuridica che contempri obblighi, in capo agli operatori economici, di provvedere alla trasmissione tempestiva di informazioni e dati complessi in formato standardizzato e leggibile sia alle autorità di vigilanza, affinché possano controllarne la idoneità, l'adeguatezza e la veridicità, sia alle loro potenziali parti contraenti⁶². D'altronde, a segnare la centralità che è venuta assumendo — più che in periodi passati — la necessità di assicurare adeguati livelli di protezione avverso informazioni false o fuorvianti veicolate mediante mezzi digitali, concorrono alcuni scritti di filosofia dell'economia nei quali è stata coniata la categoria dei c.d. diritti aletici (dal greco *alethia*, verità). Questi ricomprenderebbero sei pretese giuridicamente rilevanti: *a)* il diritto a non essere ingannati; *b)* il diritto di essere messi nelle condizioni di capire le informazioni ricevute; *c)* il diritto di essere riconosciuti come possibile fonte di verità; *d)* il diritto di avere

amm., 2013, I, pp. 797 ss.; A. NATALINI, G. VESPERINI (a cura di), *Il big bang della trasparenza*, Napoli, 2015; D.U. GALETTA, *La trasparenza, per un nuovo rapporto tra cittadino e pubblica amministrazione: un'analisi storico-evolutiva, in una prospettiva di diritto comparato ed europeo*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2016, I, pp. 1019 ss.; E. CARLONI, *Alla luce del sole. Trasparenza amministrativa e prevenzione della corruzione "Tutti vogliono un posto al sole, ed in più, possibilmente, all'ombra"* (Stanislaw J. Lec), in *Dir. amm.*, 2019, III, pp. 497 ss.; F. MANGANARO, *Evoluzione ed involuzione delle discipline normative sull'accesso a dati, informazioni ed atti delle pubbliche amministrazioni*, in *Dir. amm.*, 2019, I, pp. 743 ss.; F. LOMBARDI, *La problematica definizione dell'ambito soggettivo di applicazione degli obblighi di pubblicità, trasparenza e diffusione di dati, informazioni e documenti previsti dal d.lgs. 33/2013*, in *Federalismi.it*, 2019.

⁶¹ Sul punto, A. FUNG, M. GRAHAM, D. WEIL, *Full disclosure: The perils and promise of transparency*, Cambridge, 2007.

⁶² Tra gli altri, C.R. SUNSTEIN, *Simpler: The future of government*, New York, 2013.

istituzioni atletiche; e) il diritto ad avere un ambiente culturale orientato a riconoscere i predetti diritti; f) il diritto a vivere in un ambiente culturale in cui sia diffusa la consapevolezza dell'importanza della verità⁶³.

Orbene, non può essere refutato in dubbio che le misure contenute nella Strategia europea per gli investimenti al dettaglio vadano proprio nella direzione di adeguare, potenziandola e migliorandone le debolezze, la regolazione dei mercati finanziari al fine di assicurare concreta risposta ai menzionati diritti atletici. Cosa farebbero, se non assicurare tutela a simili diritti, le plurime misure contemplate nella RIS: da quelle che imporrebbero agli intermediari di raffrontare il processo di determinazione dei prezzi dei prodotti al *benchmark* elaborato dalle Autorità europee di vigilanza a quelle che imporrebbero loro l'obbligo di comunicare al cliente la denominazione o la ragione sociale dell'impresa; dalle misure che obbligherebbero gli intermediari a specificare le richieste e le esigenze del cliente mediante informazioni rese in maniera comprensibile alle misure che imporrebbero di rendere informazioni in merito al "se" l'eventuale servizio di consulenza sia reso, o meno, su base indipendente; dalle misure che imporrebbero di inserire nel materiale informativo, comprese le comunicazioni di *marketing*, avvertenze adeguate sui rischi specifici di potenziali perdite a quelle che obbligherebbero gli intermediari a redigere le informazioni chiave da fornire annualmente a ciascun cliente al dettaglio, etc.

7. Considerazioni conclusive

Volendo muovere alcune prime considerazioni conclusive, può dirsi che le misure del pacchetto RIS paiono andare nella giusta direzione. Mirano, infatti, a rimuovere molte delle criticità che hanno sin qui interessato la divulgazione delle informazioni in favore degli investitori al dettaglio. In primo luogo, puntano a rimuovere l'esistenza di norme

⁶³ La categoria dei c.d. diritti atletici viene teorizzata da F. D'AGOSTINI, *Diritti atletici*, in *Biblioteca della libertà*, 2017, pp. 6 ss. Della stessa A., *Disavventure della verità*, Torino, 2002; *Introduzione alla verità*, Torino, 2011. Attorno al concetto di verità, in una accezione filosofica e giuridica, si vv. anche G. ZAGREBELSKY, *Contro l'etica della verità*, Roma-Bari, 2009; S. RODOTÀ, *Il diritto alla verità*, in ID., *Il diritto di avere diritti*, Bari-Roma, 2012.

che, contemplate in diversi atti normativi, finiscono col sovrapporsi e duplicarsi, così da neutralizzare la finalità cui le stesse sono chiamate: favorire la conoscenza e la consapevolezza dei clienti finali. In secondo luogo, ambiscono a standardizzare e uniformare il *set* di informazioni sin qui veicolato in maniera non proprio ottimale ed efficiente; anzi per dirla con le parole espresse dall'EIOPA nel parere dell'aprile 2022, gli obblighi informati sin qui previsti non sono stati capaci di evitare che le informazioni risultassero per i consumatori «troppo complesse, il che significa che di solito non vengono lette dai consumatori».

In terzo luogo, mirano a bilanciare l'eccesso di informazioni precontrattuali con il difetto di informazione consuntiva, attraverso la previsione dell'obbligo di elaborare un estratto annuale da mettere a disposizione dei clienti. In quarto luogo, puntano ad adeguare le informazioni da fornire ai clienti al dettaglio con le opportunità e i rischi che la digitalizzazione presenta, con la conseguenza che l'utilizzo di siti web e di applicazioni digitali necessiterà di alcuni accorgimenti ulteriori da parte delle imprese, quali la scelta dell'ubicazione delle informazioni rilevanti, l'impiego di colonne troppo lunghe, l'utilizzo di frasi brevi e di elenchi puntati, l'impiego di un linguaggio semplice e, per quanto possibile, non tecnico, etc. Resta il fatto, però, che la presenza di numerosi atti delegati che la Commissione dovrà adottare sulla scorta dei progetti di norme tecniche di regolamentazione dell'ESMA e dell'EIOPA fa in modo che molto, della buona riuscita della Strategia per gli investimenti al dettaglio, dipenderà da come la standardizzazione delle informazioni sarà effettivamente congegnata in sede applicativa.

Considerazioni sul rischio di inadempimento del debitore e la qualificazione di “deterioramento” del credito

Signor Marks, in nome della sezione Preccrimine di Washington D.C. la dichiaro in arresto per il futuro omicidio di Sarah Marks e Donald Dubin che avrebbe dovuto avere luogo oggi 22 aprile alle ore 8 e 04 minuti.

(Minority report, Steven Spielberg, 2002)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La nozione di credito “deteriorato”. – 3. L’inadempimento “probabile”. – 4. L’inadempimento prospettico e il rischio di insolvenza nel Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza. – 5. Il rischio di inadempimento nel Codice civile: la decadenza dal beneficio del termine e il mutamento delle condizioni patrimoniali del contraente. – 6. Struttura del rapporto obbligatorio e rischio di inadempimento nel credito “deteriorato”.

1. Premessa

La possibilità di essere considerato un debitore inaffidabile e persino in stato di decozione, prima ancora di essere incorso in una situazione di inadempimento alle obbligazioni, è una eventualità che può diventare reale, in forza di una accresciuta rilevanza dei segnali di difficoltà patrimoniale e finanziaria per legittimare un giudizio prognostico negativo sulla probabilità che si verifichi un inadempimento; così, come in un noto film di Steven Spielberg la visione anticipata del crimine – disponibile grazie a una sofisticata tecnologia e al contributo di personaggi dotati di un dono di preveggenza – giustificava la punizione anticipata del futuro colpevole, a scapito del libero arbitrio che avrebbe potuto fino all’ultimo momento modificare gli accadimenti della realtà, così il debitore può diventare destinatario di misure dedicate che presuppongono l’inadempimento o l’insolvenza, prima ancora che queste si siano verificate.

Il tema è trasversale, presente nello stesso Codice civile e poi sviluppatosi lungo le direttrici dell’inadempimento del consumatore e della crisi di impresa, e ha recentemente ricevuto un ulteriore impulso dalla disciplina delle esposizioni e dei crediti deteriorati (*non*

performing loans), che costituiscono il punto di vista delle osservazioni che seguiranno.

L'analisi della situazione economica globale in cui si è sviluppato il tema della gestione del credito deteriorato consente concordemente di datare la sua emersione con la crisi finanziaria del 2007 che, come noto, tra i suoi molteplici aspetti, è stata caratterizzata anche dalla difficoltà dei debitori bancari di sostenere le rate di restituzione dei finanziamenti (in particolare, i mutui ipotecari che avevano ingolosito l'ingegneria finanziaria dei derivati e delle cartolarizzazioni dei crediti); in sintesi – essendosi già formata una vastissima letteratura in argomento¹, – i crediti di difficile o impossibile realizzo hanno gravato sui bilanci delle banche, nei quali dunque poste attive oggetto di svalutazione determinano una tensione rispetto ai parametri di liquidità imposti dalla legislazione interna e europea, con riflessi sulla capacità di operare dell'intermediario². La ricerca di soluzioni ha valorizzato le due principali alternative a disposizione della banca: gestione diretta del recupero credito e mantenimento nel bilancio dei crediti deteriorati, oppure la cessione di questi ultimi sul mercato³. Tuttavia, l'asse della rilevanza dei crediti deteriorati si è poi fissato verso il profilo contabile, in una prospettiva sostanzialmente sistemica, che ha visto perlopiù

¹ V. CONFORTINI, *Deterioramento del credito e definizione europea di default (profili civilistici)*, in *Eur. dir. priv.*, 2022, 671 ss. dove altri riferimenti. E sia consentito rinviare anche a A. SCOTTI, *La tutela del debitore nella cartolarizzazione di crediti e le questioni particolari per le esposizioni «deteriorate»*, in *Persona e mercato*, n. 4, 2023, 648 ss., in particolare 653.

² M. MAGGIOLINO, *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del COVID-19*, in *Riv. soc.*, 2020, 550.

³ F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2, 2019, 2 ss. In tale prospettiva, è stato osservato che i principi contabili fanno preferire la dismissione, finanche in una prima fase, quando ancora non sono significative le prospettive di perdita (L. STANGHELLINI e N. USAI, *La gestione dei crediti deteriorati; strumenti giuridici, best practices e possibili evoluzioni, anche alla luce del codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, 986); d'altra parte, la centralità della cessione è attestata dall'apertura del mercato secondario degli NPL, regolata oggi dalla Direttiva (UE) 2021/2167 *Secondary Market Directive* (SMD) relativa ai gestori e agli acquirenti di crediti deteriorati, e recepita in Italia con il d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116 (A. PARZIALE, *Verso il mercato unico dei crediti deteriorati: la Direttiva 2021/2167 sui non-performing loans (NPL) nel quadro delle strategie europee di gestione dei crediti deteriorati e il suo recepimento in Italia*, in questa *Rivista*, 2023, II, 391 ss.).

consegnare all'intervento pubblico la responsabilità politica del problema, con tutti i limiti e le criticità per contenerlo entro i confini del divieto di aiuti di stato: si pensi alla costituzione delle *bad banks*, nelle quali confluiscono i crediti deteriorati, rilevati dallo Stato, che poi li gestisce senza i vincoli prudenziali imposti al sistema bancario⁴. Pertanto, nella disciplina positiva di fonte europea i concetti di esposizione e credito deteriorato hanno una rilevanza di natura contabile e prudenziale⁵ – ma, pur essendo stati elaborati in tale contesto, presentano un'incontrovertibile attitudine a incidere, nei modi che si vedranno in seguito, sulle stesse nozioni generali di inadempimento e di insolvenza del debitore.

2. La nozione di credito “deteriorato”

Il tentativo di costruire una nozione unitaria di credito deteriorato fa riferimento alla compromissione delle possibilità di adempimento perché il debitore è sostanzialmente in stato di *default*, e quindi la posizione si caratterizza per difficoltà o inesigibilità del pagamento⁶. Nell'ordinamento interno, si deve alla Banca d'Italia una prima organizzazione dei diversi livelli di problematicità del debitore bancario⁷, con la previsione di una serie di criteri per valutare la qualità del credito, anche in questo caso ai fini di una corretta appostazione in bilancio; criteri che costituiscono le premesse per una classificazione in cinque categorie, tra le quali appare opportuno segnalare che è considerato debitore in *default* quello che versa in una situazione di inadempimento, qualificata dalla proporzione rispetto all'esposizione complessiva (*past-due*), affiancato da una figura di inadempiente probabile (*unlikelyness to pay*).

⁴ P. CARRIÈRE, I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione, in *Riv. soc.*, 2016, 718.

⁵ Nel Regolamento UE n. 630/2019, di cui subito nel testo, l'art. 47 *bis*, comma 3, collega espressamente la qualificazione del credito con la riduzione di valore secondo la disciplina contabile, che, a sua volta, ne determina il medesimo inquadramento anche secondo la regolamentazione prudenziale (G. VIOTTI, *Verso una disciplina europea dei crediti deteriorati: riflessioni a margine del regolamento (UE) 2019/630*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 132 e 138).

⁶ F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 4. ss.

⁷ Si tratta della circolare n. 272 del 30 luglio 2008, *Regole riguardanti specifiche tipologie di operazioni*, B7, 2.1. *Qualità del credito*.

Attualmente, la definizione di credito deteriorato è offerta dal legislatore europeo, con il regolamento (UE) n. 630/2019, che ha modificato il regolamento (UE) n. 575/2013 (*Capital Requirements Regulation* – CRR). Il quadro tratteggiato prevede la figura delle *esposizioni deteriorate*, che comprende i *crediti* deteriorati – che, quindi, non dovrebbero più essere utilizzati come sinonimi, sebbene, come si legge nella Relazione per il peso quantitativo andrebbero considerati *pars pro toto*⁸ – i *titoli di debito* deteriorati e gli *strumenti fuori bilancio* deteriorati. In base alla rinnovata formulazione dell'art. 47 *bis*, comma 3, CRR, l'esposizione deteriorata corrisponde allo stato di *default* del debitore, il quale a sua volta viene definito attraverso il rinvio all'art. 178 che vi annovera le ipotesi in cui «a) l'ente giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni; b) il debitore è in arretrato da oltre novanta giorni su una obbligazione creditizia rilevante verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni». Per quanto riguarda la prima fattispecie, lo stesso art. 178 elenca esemplificativamente alcuni casi di inadempienza *probabile*, quali l'inclusione del credito tra le sofferenze e gli incagli, la rilevazione di una rettifica di valore, la decisione di cedere il credito subendo una perdita significativa, l'adesione a una proposta di ristrutturazione del credito suscettibile di determinare una remissione, anche parziale, del credito o a un differimento del pagamento del capitale; come si vede, alle ipotesi connotate dalla discrezionalità della banca, si affiancano altre fattispecie, qualificate da presupposti esterni, come l'accesso, da parte del debitore, agli strumenti di regolazione della crisi⁹. Nella disciplina dell'art. 47 *bis*, il deterioramento del credito è determinato anche dalla riduzione di valore conseguente all'applicazione della normativa contabile, alle esposizioni

⁸ G. VIOTTI, *op. cit.*, 122.

⁹ È opportuno precisare, però, che nel testo italiano il riferimento è al *fallimento* del debitore, *procedura analoga* oppure *situazione assimilabile* al fallimento; la traduzione può ritenersi sostanzialmente affidabile, visto che il testo inglese usa il termine *bankruptcy* e quello francese *mise en faillite*.

in prova¹⁰ alle quali sono state accordate *misure di concessione*¹¹ scadute da oltre trenta giorni, esposizioni in forma di impegno, probabilmente non rimborsabili senza l'escussione di garanzie reali, e le garanzie finanziarie che saranno *probabilmente* attivate dalla parte garantita.

Ora, la collocazione della nozione di credito deteriorato in un testo normativo dedicato ai requisiti di stabilità finanziaria e la stessa previsione dell'art. 47 *bis* caratterizzano la strumentalità del concetto alla corretta contabilizzazione dei crediti bancari, e in definitiva della finalità sistemica della sana e prudente gestione dell'impresa bancaria; ma, è stato rilevato, scopo delle classificazioni è anche quello di incidere sulle tecniche di recupero di tali crediti introducendo «un regime comune relativo alle società di gestione» dei medesimi e, in particolare, disciplinando l'«accesso all'attività di acquisto del credito sul mercato secondario», ponendo così l'attenzione anche ai possibili sbocchi della presenza di posizioni inesigibili nei bilanci bancari¹². Fin qui, però, si è sostanzialmente ancora nell'area della determinazione dei requisiti patrimoniali e del controllo sulla stabilità finanziaria degli istituti di credito. Appare opportuno interrogarsi, invece, se e come la qualificazione di un credito come deteriorato possa incidere sul rapporto contrattuale e in questa interferenza come sia possibile affrontare i problemi di coordinamento con la disciplina generale dell'obbligazione e del contratto¹³.

3. L'inadempienza “probabile”

Il tema interessa solo relativamente l'ipotesi di credito scaduto e non adempito, giacché non può revocarsi in dubbio la coincidenza con la nozione di inadempimento, propria della disciplina generale dell'obbligazione, rispetto alla quale si specifica con un'articolazione

¹⁰ Sono le esposizioni deteriorate che sono state riclassificate *in bonis* e che sono destinatarie di un periodo di osservazione.

¹¹ Le concessioni hanno come obiettivo il recupero del debitore, rispetto a obbligazioni che, non sono classificabili come deteriorate, ma evidenziano possibili inadempimenti del debitore, e possono avere il contenuto più vario, come rinegoziazioni, dilazioni o concessioni di nuova finanza *etc.* (G. Viotti, *op. cit.*, 120).

¹² F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 7.

¹³ G. VIOTTI, *op. cit.*, 124.

predeterminata della gravità dell'inadempimento, non nuova soprattutto al diritto bancario: si pensi, ad esempio, alla disciplina del credito al consumo e di quello immobiliare ai consumatori, come anche alla normativa dei trasferimenti a scopo di garanzia e del prestito vitalizio ipotecario. È pur vero, peraltro, che per la lett. *b*) dell'art. 178 CRR le soglie di rilevanza dell'obbligazione sono piuttosto basse – non tanto in relazione alla durata dell'inadempimento, rilevante se supera i novanta giorni, o centoottanta se sussiste garanzia reale, quanto per la misura molto contenuta dell'importo impagato¹⁴ – che potrebbe integrare un inadempimento ma non anche essere indice univoco di una condizione di insolvenza¹⁵.

Più problematico appare, invece, il raccordo con la nozione di *inadempienza probabile*, alla luce dell'incerta sorte che attende il soggetto destinatario della relativa qualificazione. A tale proposito, prima di tutto, è opportuno segnalare sia che la figura riguarda tutte le obbligazioni – a differenza della lett. *b*) dell'art. 178 CRR che si riferisce, invece, alle obbligazioni *rilevanti*¹⁶ – sia che, nel caso di esposizioni al dettaglio, gli enti possono applicare la definizione di *default* anche alla «singola linea di credito, anziché in relazione agli obblighi totali di un debitore»¹⁷, sia ancora che la valutazione è soggettiva e discrezionale della banca: non si tratta, peraltro, di una

¹⁴ Le *Guidelines* EBA hanno determinato, infatti, le soglie di rilevanza nel superamento del limite *a*) assoluto pari a 100 euro; *b*) relativo dell'1%, dato dal rapporto tra l'ammontare complessivo scaduto o sconfinante e l'importo complessivo dell'intera esposizione creditizia, fermo restando che il requisito del superamento delle soglie deve persistere per novanta giorni consecutivi; qualora, poi, l'intero ammontare di un'esposizione creditizia scaduta e/o sconfinante da oltre novanta giorni, rapportato al complesso delle esposizioni verso il medesimo debitore, sia pari o superiore al 20%.

¹⁵ G. VIOTTI, *op. cit.*, 133.

¹⁶ Il CRR non definisce le obbligazioni creditizie *rilevanti*, che sono disciplinate dal Regolamento Delegato della Commissione UE 2018/171 del 19 ottobre 2017, che, a sua volta, affida alle autorità nazionali competenti la determinazione della soglia di rilevanza, imponendo peraltro due parametri corrispondenti a due soglie: una fissa e una variabile – molto basse e dispone che l'obbligazione debba essere qualificata come rilevante quando entrambe sono superate per novanta giorni, o per centoottanta qualora siano garantite da immobili residenziali o di proprietà di piccole e medie imprese (G. VIOTTI, *op. loc. cit.*).

¹⁷ Tale previsione è comune anche ai crediti scaduti, ma è evidente la maggiore rilevanza dell'impatto che può avere sui rapporti a mero rischio di inadempimento.

libertà di scelta senza conseguenze, giacché può determinare una responsabilità degli amministratori per l'erronea classificazione¹⁸, che potrebbe in alcuni casi fare propendere per una scelta prudente a scapito degli elementi obiettivi del caso concreto. E, soprattutto, a scapito della posizione del debitore, per il quale non può essere esclusa definitivamente una possibilità di rientro e l'esistenza di un'aspettativa alla ristrutturazione del suo debito¹⁹.

Però, soprattutto in caso di cessione o di affidamento della posizione alle società di recupero crediti, così come nelle operazioni di cartolarizzazione, nel conferimento in fondi e fino alla possibile costituzione di fondi di fondi²⁰, il debitore potrebbe trovarsi a subire un ulteriore declino nella spirale delle sue difficoltà, determinato nel passaggio da una posizione contrattuale suscettibile di adeguamento e revisione nella relazione con il creditore cedente al dissolvimento di qualsiasi possibilità di interlocuzione negoziale, visto che spesso il cessionario persegue una logica esclusivamente finanziaria.

A ciò va aggiunto che l'art. 47 *bis*, comma 3, contempla anche un effetto che è stato definito di *trascinamento* (*pulling effect*) in forza del quale la classificazione della posizione come deteriorata – compresa quella di probabile inadempienza – se supera un certo ammontare, si estende anche agli altri rapporti di finanziamento intrattenuti dal soggetto con la banca, anche qualora per questi i pagamenti siano regolari: per comprendere l'impatto concreto, è sufficiente il banale esempio di un mutuo contratto tra due coniugi, in regolare ammortamento, e dello sconfinamento di € 101 per oltre novanta giorni del conto corrente intestato ad uno solo di loro: ebbene, in questo caso sia la posizione del coniuge esposto che il rapporto fondato sul mutuo cointestato diventeranno posizioni deteriorate.

Nella sostanza, dunque, il debitore deteriorato ma non inadempiente potrebbe subire un aggravamento delle sue possibilità di accesso al

¹⁸ Non così la pensa la giurisprudenza che ha sancito l'insindacabilità delle scelte di gestione degli amministratori di una banca in materia di crediti deteriorati (Trib. Bologna, 17 dicembre 2018, in *Società*, 2020, 199 ss., con nota di M. SAGLIOCCA, *Appunti in tema di applicazione della business judgment rule in materia di crediti deteriorati*).

¹⁹ F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 19.

²⁰ V. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2, 2019, 193.

credito e dei relativi costi, nell'ambito, su un piano più generale, di una ridotta disponibilità al finanziamento delle imprese più piccole, anche a prescindere dallo stato dei loro bilanci²¹: peraltro, si tratta di un comportamento dovuto dagli istituti di credito, atteso che gli Orientamenti dell'EBA per la concessione e il monitoraggio dei prestiti chiedono alle banche di adottare presidi organizzativi per rilevare tempestivamente l'aumento del rischio di credito²². Proprio all'EBA si deve, poi, l'introduzione del meccanismo c.d. di *calendar provisioning*, in forza del quale le informazioni e le esperienze concernenti gli afflussi e il recupero di NPL sono rilevanti nella definizione delle strategie di erogazione di nuovi finanziamenti²³: in tale modo, si pone in relazione il deterioramento del credito con la concessione di credito, al fine di tenere conto, nella valutazione di una richiesta, dei rischi di mancato recupero o insolvenza, ed anche se il procedimento ha dimensione generale dell'organizzazione dell'impresa bancaria è inevitabile che abbia ripercussioni sul rapporto tra la banca e il singolo cliente²⁴.

²¹ E. GUALANDRI e V. VENTURELLI, *Regole sul capitale e prassi di vigilanza: impatti sulle scelte strategiche delle banche*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 223: le Autrici osservano, però, che «se da un lato il *derisking* condiziona flussi e pricing del credito alle imprese, soprattutto PMI e imprese fragili; dall'altro lato accentua lo sviluppo di servizi di finanza mobiliare per facilitare l'accesso al mercato dei capitali delle imprese, anche per quelle di più contenuta dimensione e a maggior grado di innovazione (*i.e.* mercato AIM e Minibond)» (p. 227).

²² EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, 29 maggio 2020, par. 8.5.

²³ Più precisamente, il principale effetto del *calendar provisioning* è l'obbligo per la banca di svalutare i crediti deteriorati entro termini prestabiliti.

²⁴ Anche le regole sulla segnalazione presso la Centrale Rischi gestita dalla Banca d'Italia sono oggetto di un adeguamento derivante dalla classificazione di una esposizione come deteriorata, in quanto queste, pur non andando a costituire una categoria a sé stante, integrano un elemento informativo e, comunque, di valutazione ai fini della collocazione di una posizione debitoria in una delle categorie pregiudizievoli (la Circolare dell'11 febbraio 1991 è stata aggiornata nell'ottobre 2021: su tali aspetti S. RIZZO, *Il quadro regolamentare delle esposizioni bancarie*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 28 settembre 2023). Va ricordato, però, che mentre i crediti scaduti da novanta giorni (*Past Due*) e sofferenze possono rilevarsi dal flusso di ritorno che le banche segnalanti ricevono dalla Centrale dei Rischi, gli *Unlikely to pay* invece restano oggetto di notizie riservate alla singola banca segnalante e alla vigilanza (G. PRESTI, *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 9 febbraio 2023).

4. *L'inadempimento prospettico e il rischio di insolvenza nel Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*

È da considerare, tuttavia, che la proiezione sulla futura incapacità del debitore di adempiere le proprie obbligazioni non è una novità assoluta del diritto contabile degli intermediari bancari.

Al contrario, l'ordinamento interno, parimenti sull'impulso del legislatore europeo, ha attribuito una importanza centrale al *rischio di insolvenza*, quale presupposto non solo della crisi dell'imprenditore, ma anche dell'accesso ad istituti per la sua gestione, sia di quelli di cui si può avvalere quest'ultimo, sia di quelli destinati al consumatore.

Per quanto riguarda il primo versante, è stato sottolineato come effettivamente il concetto stesso di probabilità presuppone la sussistenza di scenari possibili per l'impresa di esiti diversi dall'insolvenza, ma che, sovrastati dalle possibilità sfavorevoli, diventano rilevanti per l'emersione tempestiva dello stato di crisi²⁵: all'impresa, dunque, viene imposto un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile anche per rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale e verificare la sostenibilità delle obbligazioni assunte, specificando che costituiscono segnali rilevanti, oltre all'esistenza di debiti scaduti, qualificati secondo diversi parametri (art. 3 del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza).

Ora, è stata rilevata la sostanziale sovrapposibilità tra i presupposti della crisi di impresa e lo stato delle obbligazioni bancarie che determina la qualifica di deterioramento²⁶, e la reciproca incidenza delle situazioni confluenti, sia perché a fronte di una formalizzazione dello stato di insolvenza, con l'apertura della liquidazione giudiziale la banca non potrà che procedere alla revisione della classificazione del credito, sia perché in direzione inversa quest'ultima è tenuta a comunicare la variazione agli organi di gestione dell'impresa (art. 25 *decies* CCI).

Sul diverso ambito delle procedure di composizione negoziata e regolazione della crisi, il rapporto tra debitore e banca pone, invece, diverse questioni di coordinamento.

Il presupposto per l'accesso ai diversi procedimenti descritti nel

²⁵ E. LA MARCA, *Insolvenza, crisi e pre-crisi nel Codice della crisi, a valle della emanazione del Decreto Attuativo della Direttiva Insolvency*, in www.dirittodellacrisi.it, 22 agosto 2022.

²⁶ E. LA MARCA, *op. loc. cit.*

CCI²⁷ – in parte comuni a imprenditori e consumatori²⁸ – è costituito dalla crisi o insolvenza, includendo, quindi, anche i casi di inadempimento e insolvenza solo probabili²⁹.

In questi casi, con il terzo correttivo al Codice della crisi, *ex d.lgs.* 13 settembre 2024, n. 227, il legislatore ha tenuto a evitare automatismi nella decisione del creditore bancario di applicare una classificazione pregiudizievole, onde evitare presumibilmente che lo stesso accesso alla composizione negoziata o agli strumenti di regolazione, seguito dalla riclassificazione del rapporto da parte del creditore bancario e dalla revoca o sospensione delle linee di credito, si rivolti contro lo stesso debitore. In realtà, il testo originario già prevedeva che l'introduzione della composizione negoziata della crisi non costituisce di per sé causa di sospensione e di revoca degli affidamenti bancari concessi all'imprenditore³⁰: nella nuova formulazione dell'art. 16 si è evidentemente avvertita l'esigenza di precisare che anche la sola

²⁷ Gli strumenti della regolazione possono essere preceduti o meno dalla composizione; questa, a sua volta, può avere esito in uno degli istituti specifici indicati dall'art. 25 CCI, oppure in uno strumento di regolazione (M. FABIANI, *Intrecci rovesciati e consecuzione anomala tra composizione negoziata e strumenti di regolazione della crisi*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 23 febbraio 2024, cui si rinvia per l'approfondimento dei rapporti tra composizione negoziata e strumenti di regolazione della crisi).

²⁸ Solo l'imprenditore può avvalersi della composizione negoziata della crisi, mentre tra gli strumenti di regolazione ora sono comprese le misure per la gestione del sovraindebitamento del consumatore.

²⁹ È stato osservato che la rilevanza assegnata dal legislatore del CCI alla crisi come probabilità di insolvenza è meno innovativa di quanto possa apparire, alla luce dell'interpretazione prevalente della nozione di insolvenza nella Legge fallimentare che vi comprendeva anche l'incapacità prospettica di adempiere le proprie obbligazioni (G. GUIZZI, *Leggere Aurelio Candian con uno sguardo al codice della crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, I, 12, in spec. nt. 25).

³⁰ Sullo stesso si avvertiva il rischio che il creditore bancario fosse indotto ad applicare una classificazione pregiudizievole indipendentemente dallo stato dei rapporti intrattenuti con il cliente (S. RIZZO, *op. cit.*, 31); tale osservazione non trovava d'accordo altri commentatori del CCI, sulla base dell'osservazione che nella composizione negoziata e nei procedimenti di regolazione della crisi, l'insolvenza, sebbene probabile, non è certa, ed anzi potrebbe essere scongiurata proprio dal procedimento, mentre, invece, una riclassificazione del credito dell'intermediario avrebbe l'effetto di vanificare l'esito positivo, o, addirittura, di agevolarlo o accelerarlo.

notizia, come lo stesso accesso³¹ alla composizione non è causa di sospensione e revoca delle linee di credito e, in più, di una diversa classificazione del credito: resta fermo, però, che un diverso esito può essere determinato, anche nella norma innovata, dalla disciplina di vigilanza prudenziale e deve essere motivata.

Da parte sua, l'art. 178 regolamento CRR, invece, considera – come precedentemente descritto – quale indice per la valutazione dell'inadempienza probabile l'assoggettamento a *fallimento* o ad altra *procedura assimilabile*, imponendo di stabilire quale sia la natura giuridica dei diversi strumenti offerti dal Codice della Crisi. Infatti, esemplificativamente, si ritiene che la composizione negoziata non possa essere assimilata a un sistema di tutela concorsuale, non solo per la sua caratterizzazione prettamente negoziale³² – che viene ribadita, anche in presenza di misure di protezione – ma anche perché l'intervento giudiziale ha uno scopo specifico relativo agli atti di disposizione sull'azienda e lo stesso esperto non ha poteri di controllo sulla gestione, ma anzi ha il solo compito di coadiuvare le parti nello svolgimento di trattative³³.

In ogni caso, è evidente come il dialogo tra banca e impresa si presenti difficile³⁴. La disciplina bancaria, in effetti, «non è scritta per agevolare il risanamento delle imprese debentrici in crisi»³⁵: al contrario, nel sistema del Codice della Crisi, l'emersione precoce della crisi, e finanche lo stesso stato di pre-crisi³⁶, ha lo scopo contrario di tutelare

³¹ È lo stesso legislatore a separare sintatticamente le due fasi, e prevedere per entrambe la stessa disciplina.

³² Si precisa che la composizione negoziale è «un percorso, un luogo nel quale verificare se esistono le possibilità di un risanamento dell'impresa» (I. PAGNI e M. FABIANI, *La transizione dal codice della crisi alla composizione negoziata (viceversa)*, in *www.dirittodellacrisi.it.*, 2 novembre 2021, e, poi, ancora, M. FABIANI, *op. loc. cit.*).

³³ I. PAGNI e M. FABIANI, *op. loc. cit.*, e L. PANZANI, *op. loc. cit.*

³⁴ Viene rilevato che nell'esperienza concreta la questione è superata, o da una prevedibile coincidenza tra la sussistenza dei presupposti per l'accesso alla composizione negoziata e la classificazione del credito, quale esito dell'applicazione dei sistemi di monitoraggio interni alla banca, oppure, ove ciò non sia accaduto, dalla durata tutto sommato contenuta del procedimento che determinerà in tempi quindi brevi la stabilizzazione patrimoniale dell'impresa o la sua definitiva crisi (S. RIZZO, *op. cit.*, 31).

³⁵ G. PRESTI, *op. loc. cit.*

³⁶ «Quando cioè i bagliori del profitto lasciano il passo al crepuscolo dell'impresa

la conservazione dell'impresa. Tra questi due poli opposti si colloca proprio la figura del creditore, protagonista della fase di negoziazione e di valutazione della sussistenza di concrete prospettive di risanamento dell'impresa, sicché, se da un lato, gli si impone un sacrificio del suo diritto volto ad agevolare le possibilità di ripresa del debitore, dall'altro, però, si consente di ridefinire l'obiettivo di risanamento dell'impresa anche tenendo conto dell'interesse del creditore.

5. Il rischio di inadempimento nel Codice civile: la decadenza dal beneficio del termine e il mutamento delle condizioni patrimoniali del contraente

È agevole sottolineare, a questo punto, la complessità del tema per la riflessione che impone sulla nuova semantica del rapporto tra creditore e debitore e sull'incidenza che si determina nelle categorie tradizionali del debito e del credito.

Lo scenario impone di tenere conto, infatti, di una terza visuale, non ultima in ordine di importanza, che è il rapporto con la nozione di inadempimento offerta dalla disciplina del Codice civile.

Il legislatore del 1942 ha più volte dato rilevanza giuridica al pericolo di inadempimento nel contratto: l'art. 1845 c.c. dispone che nell'apertura di credito la banca può recedere per giusta causa, quale può essere il peggioramento delle condizioni del debitore³⁷. Ancora, l'art. 1822 c.c. stabilisce che nella promessa di mutuo, il promittente può rifiutarsi di eseguire l'obbligazione quando le condizioni

e, pur in una situazione di apparente normalità dei flussi e dei pagamenti, l'attività si sta avviando su un piano inclinato che richiede, per una inversione di rotta, un cambio di passo e una interlocuzione con i creditori o altri soggetti coinvolti: ciò ad evitare che l'imprenditore non sappia riorganizzarsi in modo profittevole e la prosecuzione dell'attività sia destinata presto a bruciare ricchezza» (I. PAGNI e M. FABIANI, *op. loc. cit.* Sul tema anche S. DE MATTEIS, *L'emersione anticipata della crisi di impresa*, Milano, 2017, *passim*).

³⁷ È stata sottolineata la necessità di una valutazione prudente dei presupposti per l'applicazione della norma, al fine di evitare che un evento meno grave dell'inadempimento e che potrebbe anche non essere imputabile alla parte in difficoltà, possa determinare una conseguenza più onerosa della risoluzione per inadempimento (la quale presuppone l'accertamento della imputabilità e della gravità: T. PERTOT, *L'inadempimento anticipato. Dalla tutela manutentiva ai rimedi risolutivi*, Napoli, 2021, 202, cui si rinvia per altri riferimenti).

patrimoniale del promissario mutuatario sono divenute tali da rendere notevolmente difficile la restituzione e non gli sono offerte adeguate garanzie. In questa carrellata deve essere inserito, poi, l'art. 1956 c.c., in forza del quale il fideiussore è liberato quando il creditore abbia fatto credito al terzo «pur conoscendo che le condizioni patrimoniali di questo erano divenute tali da rendere notevolmente più difficile il soddisfacimento del credito», come avviene nell'analogia disciplina del mandato di credito *ex art. 1959 c.c.*

Considerando, tuttavia, che molte delle disposizioni citate trovano ragion d'essere nelle peculiarità del contesto in cui si trovano, e in mancanza di una norma generale che consenta di sciogliersi dal vincolo anche in caso di certezza del futuro inadempimento di una delle parti³⁸, ci si deve confrontare soprattutto con la disciplina generale dell'obbligazione e del contratto.

Viene in considerazione, innanzitutto, l'art. 1186 c.c., che commina la decadenza dal beneficio del termine nei confronti del debitore che sia divenuto insolvente o che ha diminuito per fatto proprio le garanzie che aveva dato oppure non ha dato le garanzie che aveva promesso. La giurisprudenza ha precisato la nozione di insolvenza come la «situazione di dissesto economico, sia pure temporaneo, in cui il debitore venga a trovarsi, la quale renda verosimile l'impossibilità da parte di quest'ultimo di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Tale stato di insolvenza non deve rivestire i caratteri di gravità e irreversibilità, potendo conseguire anche ad una situazione di difficoltà economica e patrimoniale reversibile, purché idonea ad alterare, in senso peggiorativo, le garanzie patrimoniali offerte dal debitore, e va valutato con riferimento al momento della decisione»³⁹. Per la natura tassativa delle fattispecie contemplate dall'art. 1186 c.c.⁴⁰, è di notevole rilevanza stabilire se il presupposto dell'insolvenza sia sovrapponibile oppure autonomo rispetto all'insolvenza commerciale, anche perché nel primo caso per suo tramite ci sarebbero meno problemi a sostenere l'esposizione alla perdita del beneficio del termine per il debito deteriorato; sul punto, tuttavia, non è possibile avvalersi di una uniformità di opinioni che oscillano tra gli estremi di una

³⁸ T. PERTOT, *op. cit.*, *passim*, e spec. 171 ss.

³⁹ Cass., 18 novembre 2011, n. 24330.

⁴⁰ G. CIAN, voce «Pagamento», in *Digesto/civ.*, vol. XIII, Torino, 1995, 248.

sostanziale identità contrapposta a una necessaria distinzione, quest'ultima perlopiù fondata sull'impossibilità del creditore di poter contare, nella fattispecie dell'art. 1186 c.c., sulla consistenza del patrimonio e, nell'insolvenza commerciale, sui flussi finanziari e sulla capacità del debitore di ottenere credito, da valutare quindi – come in appresso si vedrà – su una pluralità di obbligazioni⁴¹.

La norma, in ogni caso, costituisce un passaggio verso la probabile applicazione dei rimedi per l'inesecuzione della prestazione obbligatoria, visto che il debitore è tenuto ad adempiere immediatamente, esponendosi in mancanza alla responsabilità per inadempimento⁴², e, pertanto, pur non potendo, a rigore, affermarsi che dall'insolvenza discenda l'applicazione delle tutele per il creditore o per il contraente non inadempiente⁴³, è facile ipotizzare che, mediata dalla perdita del termine, questa conduca in definitiva al medesimo risultato.

Sebbene la lettura sopra proposta della norma valorizzi l'incidenza tra l'insufficienza della garanzia patrimoniale e la decadenza del beneficio del termine, non si può arrivare a affermare che ricorra una unità funzionale: i rimedi per la conservazione della garanzia patrimoniale non danno la facoltà al creditore di esigere la prestazione prima del termine, sicché nell'un caso si tende a evitare un pregiudizio, nel secondo si reagisce a una lesione già in atto e il primo ordine di rimedi può preludere all'applicazione del secondo⁴⁴.

Le trattazioni sulla rilevanza dell'insolvenza civile hanno poi il secondo fondamentale termine di riferimento nell'art. 1461 c.c., il quale, per il contratto a prestazioni corrispettive, individua nel mutamento delle condizioni patrimoniali dell'altro contraente la ragione che legittima la sospensione della prestazione⁴⁵. La fattispecie è autonoma rispetto alla decadenza dal beneficio del termine, in primo

⁴¹ F. MACARIO, *Insolvenza, crisi di impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*, in *Riv. soc.*, 2008, 106 ss. Si veda anche la ricostruzione di R. FADDA, *La tutela preventiva dei diritti di credito*, Napoli, 2012, 105.

⁴² A.M. BENEDETTI, *Le autodifese contrattuali*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2011, 92.

⁴³ T. PERTOT, *op. cit.*, 207.

⁴⁴ R. FADDA, *op. cit.*, 133 ss.

⁴⁵ Anche in questo caso, la disposizione è ritenuta non estensibile a ipotesi diverse da quella indicata (A.M. BENEDETTI, *op. loc. cit.*).

luogo per la diversità dei presupposti⁴⁶: la situazione di difficoltà del contraente che legittima la sospensione della prestazione è meno grave dell'insolvenza contemplata dall'art. 1186 c.c., come appare evidente dalla incisività dei rimedi che vi sono previsti: nell'art. 1186 c.c. il creditore può esigere immediatamente la prestazione, mentre nell'art. 1461 c.c. vi è una situazione di immobilità provvisoria che cristallizza lo stato dell'esecuzione del contratto⁴⁷. Corrispondentemente, quest'ultima disposizione mira alla conservazione dell'efficienza del sinallagma, attribuendo rilevanza all'insicurezza di ricevere l'adempimento⁴⁸: si tratta di una *forma di autotutela anticipata* che «mira a creare lo spazio temporale per il ripristino delle condizioni di funzionalità del rapporto sinallagmatico», e di natura dilatoria, visto che potrebbe sfociare tanto nel ripristino dei presupposti patrimoniali per la realizzazione dello scambio contrattuale⁴⁹, tanto nel definitivo aggravamento dell'inattuazione prodromico alla risoluzione del contratto⁵⁰.

L'art. 1461 c.c., pertanto, non è una forma di tutela preventiva del diritto di credito – atteso che non sempre le prestazioni corrispettive sono obbligazioni⁵¹ – ma una norma destinata a incidere sul piano del contratto, nel quale, peraltro, nessuna violazione si è ancora verificata, con lo scopo di arginare il pericolo di uno squilibrio sopravvenuto⁵².

Il deterioramento del credito, quindi, può avere presupposti comuni alle due disposizioni esaminate, e non coincidere, invece, quanto

⁴⁶ La dottrina è unanime, come riportato da F. PIRAINO, *Il «mutamento» delle condizioni patrimoniali e l'eccezione dilatoria*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2015, 389, dove in nt. 9, ampi riferimenti bibliografici.

⁴⁷ R. FADDA, *op. cit.*, 106.

⁴⁸ E. GABRIELLI, *Appunti sulle autotutelle contrattuali*, in *Riv. dir. priv.*, 2016, 493.

⁴⁹ F. PIRAINO, *op. cit.*, 414. In termini analoghi è anche la posizione di A. D'ADDA, *Aspetti attuali della tutela civile inibitoria: alcune riflessioni «sparse»*, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 1393.

⁵⁰ Ecco perché la natura dilatoria va tenuta distinta dalla funzione caducatoria, che qualifica una delle possibili vicende successive alla formulazione dell'eccezione (F. ADDIS, *Eccezioni dilatorie e caducatorie*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2023, 233).

⁵¹ F. PIRAINO, *op. cit.*, 409.

⁵² Sono irrilevanti le ragioni del mutamento delle condizioni patrimoniali della controparte, nel senso che siano imputabili alla parte oppure determinate da elementi estranei alla sfera di controllo di quest'ultima (E. GABRIELLI, *op. cit.*, 516; F. PIRAINO, *op. cit.*, 410).

all'obiettivo perseguito dal creditore, che non è tanto quello di sospendere la propria prestazione ma di salvaguardare le possibilità di ottenimento di quella dovuta dal debitore. Da questo punto di vista, appare più adeguata la tutela offerta dalla perdita del beneficio del termine, e, tuttavia, non utile nella ricerca delle conseguenze derivanti dal deterioramento del credito: alla fine, infatti, finisce per confliggere con la dimensione collettiva della gestione del credito sottesa alla connessione che si instaura tra credito deteriorato e emersione della crisi del debitore, laddove nell'art. 1186 c.c. si intende preservare la regola della *par condicio creditorum* – sottraendo il creditore che se ne avvale dal rischio di incapienza patrimoniale connesso al differimento concesso dal termine dell'obbligazione⁵³ – ma non al punto da imporre meccanismi di concorsualità.

Più in generale, sia la decadenza dal beneficio del termine, che la sospensione dell'obbligo di prestazione sono destinati a operare sulla singola relazione contrattuale, tanto da costituire – così è stato efficacemente osservato per l'art. 1186 c.c. – «una misura capace di assicurare per intero l'interesse di un creditore, indipendentemente dalla valutazione (dell'importanza) delle conseguenze della perdita del beneficio del termine per il debitore che aveva pianificato un adempimento dilazionato, e per gli altri creditori che, anche in ragione di ciò, gli avevano dato fiducia»⁵⁴: la norma, dunque, rappresenta un efficiente stimolo a un comportamento responsabile da parte del debitore e, tuttavia, costituisce un modello inefficiente nel contesto economico attuale in cui vi è una sollecitazione all'inadempimento⁵⁵.

Insomma, in buona sostanza le tutele nel Codice civile seguono logiche diverse da quelle adottate dal legislatore nel Codice della crisi

⁵³ R. FADDA, *op. cit.*, *passim*, e spec. 135.

⁵⁴ Spesso la sollecitazione non tiene nemmeno conto delle possibilità dei redditi personali del debitore: C. CAMARDI, *Il sovraindebitamento dopo il codice della crisi. Il diritto privato che cambia e la dogmatica civilistica*, in *Riv. dir. priv.*, 2020, 490. Vi si potrebbe aggiungere che in riferimento all'obbligazione con titolo nel contratto, che la disciplina della crisi di impresa fa sempre salva la possibilità per il curatore o per gli organi gestori di conservare il contratto – nonostante l'insolvenza in mancanza della quale non vi sarebbe nemmeno la procedura – laddove la stessa insolvenza potrebbe diventare nell'area del debito “civile” causa immediata dello scioglimento anticipato del contratto, ed essere ancora più gravosa per il debitore (T. PERTOT, *op. cit.*, 216).

⁵⁵ C. CAMARDI, *op. loc. cit.*

di impresa: per cui occorre riflettere sull'osservazione che auspica la difesa dei confini tra la disciplina del singolo rapporto obbligatorio e quella che guarda alla complessiva situazione patrimoniale e finanziaria del debitore, aprendola al concorso⁵⁶.

6. *Struttura del rapporto obbligatorio e rischio di inadempimento nel credito "deteriorato"*

A tale scopo, è opportuno riesaminare la dialettica del rapporto tra creditore e debitore, alla luce del rinnovamento segnato dall'incentivazione al recupero del debitore, per un verso, e dalla rafforzata tutela del creditore, per l'altro. In particolare, nella seconda prospettiva ci si può chiedere se la tendenza a favorire la realizzazione del credito passi anche per un ampliamento della stessa nozione di inadempimento, idonea a comprendere, accanto alla mancata o inesatta esecuzione della prestazione, anche la prognostica incapacità del debitore di poterla eseguire al momento della sua scadenza. È evidente, però, che, affinché l'accostamento non sia solo descrittivo, occorre quantomeno che siano comuni i rimedi a tutela del soggetto attivo del rapporto e cioè che il creditore possa invocare la responsabilità del debitore, anche anticipatamente rispetto alla mancata esecuzione della prestazione nel termine fissato per l'adempimento⁵⁷.

Allo stato, sembra però che il rischio della mancata esecuzione della prestazione si ponga ancora fuori dall'inadempimento⁵⁸: in caso di

⁵⁶ C. CAMARDI, *op. loc. cit.*

⁵⁷ T. PERTOT, *op. cit.*, 418. Il fondamento all'estensione della nozione di adempimento anche ai comportamenti del debitore anteriori alla scadenza dell'obbligazione, ma idonei a porre in pericolo la realizzazione può essere rinvenuto nell'obbligo di buona fede, in forza del quale anche la non esecuzione di quanto necessario per la preparazione dell'adempimento può dare luogo a responsabilità (T. PERTOT, *op. cit.*, 353 ss. Più approfonditamente sul tema, si rinvia a F. PIRAINO, *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011, 225 ss.). Il che, da un lato, ovviamente esclude che il debitore, che versi in una situazione di crisi non imputabile, possa essere chiamato a rispondere del deterioramento del suo debito, e, dall'altro, che nel contesto che qui occupa, può essere anche molto difficile identificare i contegni del debitore che ne hanno causato lo stato di crisi, fatti salvi i presupposti di responsabilità degli organi gestori dell'impresa collettiva, rilevanti a fronte della società e dei creditori (si vedano i cenni sopra nel testo).

⁵⁸ Si vedano le considerazioni di T. PERTOT, *op. cit.*, 294 ss.

inadempimento il creditore ha diritto all'esecuzione coattiva e al risarcimento del danno con facoltà di aggredire il patrimonio del debitore, mentre in ipotesi di possibile o probabile rischio di inadempimento può intervenire solo attraverso le autodifese contrattuali, in presenza dei relativi presupposti.

Ritenere diversamente significa nella sostanza equiparare la potenziale difficoltà per l'esecuzione della prestazione, che potrebbe essere reversibile, all'impossibilità della prestazione, imputabile o meno, senza alcuna tutela al debitore che potrebbe, invece, recuperare la sua capacità di adempimento, ovvero offrire nuove o diverse garanzie, posizionandosi variamente nel fascio delle progressive situazioni di dissesto⁵⁹.

A ciò va aggiunta la necessità di preservare la libertà del debitore – di non adempiere – posta a fondamento dell'atteggiamento cauto della dottrina rispetto alla possibilità di prevedere rimedi a tutela del creditore che, senza ancora il fatto dell'inadempimento, possano poi rivelarsi pregiudizievoli per il debitore più di quanto non lo siano gli strumenti codicistici sopra esaminati⁶⁰, da un lato, e la risoluzione del contratto, dall'altro. Una cautela, dunque, che ispira le posizioni critiche verso la possibilità di affidare, per esempio, alla tutela inibitoria generale la risposta ai comportamenti del debitore idonei a porre in pericolo l'esecuzione della prestazione, ovvero ad anticipare il risarcimento del danno; si osserva, tra l'altro, che la mera prevedibilità dell'inadempimento non può legittimare l'applicazione di rimedi che presuppongono, comunque, un attuale dovere di condotta⁶¹.

Nonostante tutto, però, la qualità del credito deteriorato determina conseguenze peculiari anche in presenza del solo pericolo di inadempimento, in quanto attribuisce un giudizio di deterioramento allo stesso soggetto debitore, perché in definitiva investe non tanto l'obbligazione, quanto le sue condizioni economico finanziarie. Più

⁵⁹ F. ADDIS, *op. cit.*, 85 ss.

⁶⁰ F. PIRAINO, *op. ult. cit.*, 88 ss., il quale – muovendo da una generale perplessità sulla tutela inibitoria per il diritto di credito – rileva come i presupposti di applicazione degli artt. 1186 e 1461 sono più gravi rispetto al mero rischio di inadempimento che si vorrebbe neutralizzare con l'inibitoria.

⁶¹ A. D'ADDA, *op. cit.*, 1393. Sul punto A. ALBANESE, *La tutela preventiva del credito: dall'azione inibitoria all'adempimento coattivo degli obblighi integrativi e strumentali*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 379 ss.

precisamente, la situazione di difficoltà è accertata «*per relationem* in ragione di come ciascuna obbligazione si dispone rispetto alle altre gravanti sul medesimo patrimonio»⁶², sicché non è «categoria del singolo rapporto obbligatorio», ma «è qualificazione plurale della serie più o meno numerosa di obbligazioni che, in quanto inadempite, rifluiscono in quel collettore unitario di esse tutte che è la garanzia patrimoniale»⁶³.

Da qui, a seconda dei presupposti di volta in volta ricorrenti – per le diverse figure di insolvenza commerciale e civile, ma anche, come visto, per la sola valutazione di deterioramento – si specificano il *mezzo* o i *mezzi, variabili e fungibili*, con il quale il debitore può oppure deve fronteggiare la crisi del debito⁶⁴.

Il discorso richiederebbe ulteriori approfondimenti che potranno avvalersi della riflessione in corso sull’impatto che il regime binario delle nuove discipline su alcuni tipi di obbligazioni può avere anche su uno dei dibattiti più divisivi della teoria civilistica che da sempre ragiona sul rapporto tra debito e responsabilità, al quale offre nuovi argomenti per riflettere sull’esistenza e sul perimetro di un mutamento del profilo giuridico dell’obbligazione⁶⁵. Sugli esiti non può non pesare la sensibilità dell’interprete sull’autonomia o meno della responsabilità rispetto al vincolo, ma – anche senza assumervi una posizione – la collocazione delle fattispecie di criticità dell’aspettativa di adempimento nell’area della garanzia patrimoniale⁶⁶ – conformemente

⁶² L. MODICA, *Disciplina generale dell’obbligazione e sovraindebitamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, I, 247.

⁶³ Per il sovraindebitamento così precisa C. CASTRONOVO, *L’obbligazione nel prisma della (nuova) responsabilità patrimoniale*, in *La responsabilità patrimoniale “sostenibile”*, A. ALBANESE, M. FRANZONI, E. GABRIELLI, G. GRISI e L. NIVARRA (a cura di), Torino, 2023, 729.

⁶⁴ A. DI MAJO, *Obbligazioni e tutele*, Torino, 2019, 125.

⁶⁵ C. CASTRONOVO, *op. loc. cit.*

⁶⁶ C. CAMARDI, *op. cit.*, 530: secondo l’A. la geografia della gestione della crisi del debito è sancita dal fatto che il regime della responsabilità patrimoniale non è mutato in ragione del fatto che il debitore sia titolare di una o più obbligazioni inadempite, quanto dalla presenza di una pluralità di creditori in concorso che innesca un processo di riorganizzazione del regime della responsabilità in ragione della *regolazione contestuale della massa passiva*. Diversamente R. DI RAIMO, *Consumatore e mercato nelle discipline della crisi. Notazioni preliminari*, in questa *Rivista*, 2019, I, 172, secondo cui il sovraindebitamento (del consumatore) ridefinisce la vicenda debitoria, non opera sul piano della responsabilità patrimoniale, ma ne

al fatto che incide sulla fase in cui il «debitore non “deve” più nulla ma è solo “avvinto” ai poteri dei creditori»⁶⁷ – porta a osservare che, come il credito non nasce *non deteriorato*⁶⁸, non può nemmeno diventarlo, assumendo il deterioramento tra gli elementi che lo compongono, sia pure in modo sopravvenuto. Il deterioramento, invece, essendo effetto di una valutazione che ha ad oggetto le possibilità di soddisfacimento del creditore per eventi successivi alla sua origine, denota il contenuto e l'estensione della «copertura in vista dell'inadempimento»⁶⁹, quando sono compromesse oppure si trovano in pericolo le possibilità di realizzazione. In una autorevole ricostruzione, è stato osservato, a tale proposito, che la novità dell'approccio dettato dalle nuove discipline – l'argomento ha per riferimento la fattispecie del sovraindebitamento, nel vigore della l. n. 3/2012, ma il principio che esprime può essere evocato anche per i crediti deteriorati e per la probabilità di inadempimento – pur non determinando una necessità di rivisitazione della teoria dell'autonomia tra debito e responsabilità, palesa un *nuovo assetto del debito*, tale da *avvicinare i fratelli separati*, dato che il debito oltre soglia – come quello deteriorato – «può acquistare di senso anche in relazione al patrimonio di cui il debitore può disporre», e per tale via fare sì che la crisi economica del debitore esca dal *circuito di indifferenza* in cui si trovava, consentendo a quest'ultimo di «fare reagire anche la condizione del [proprio] patrimonio sul debito»⁷⁰.

Così situato rispetto al patrimonio il rischio di inadempimento, si coglie la vicinanza all'inadempimento, ma si precisa anche la differenza sul piano dei rimedi nella relazione individuale, dando luogo, il

costituisce un antecedente.

⁶⁷ C. CASTRONOVO, *op. cit.*, 721.

⁶⁸ È stato sottolineato che la capienza del patrimonio dell'obbligato non incide in alcun modo sulla valida costituzione dell'obbligazione (G. D'AMICO, *La responsabilità patrimoniale tra tutela e solutio*, in *La responsabilità patrimoniale “sostenibile”*, A. ALBANESE, M. FRANZONI, E. GABRIELLI, G. GRISI, L. NIVARRA (a cura di), *cit.*, 709).

⁶⁹ A. DI MAJO, *op. cit.*, 124.

⁷⁰ A. DI MAJO, *op. cit.*, 136 ss. Il passo citato fa riferimento al *proprio* patrimonio, perché argomenta nella prospettiva del debitore che intraprende la procedura, unico legittimato nella disciplina *ex l. n. 3/2012*, vigente prima che la figura confluisse nel CCI; ma, anche adesso che l'iniziativa è attribuita non solo questi, ma allo stesso creditore, resta condivisibile il cuore della riflessione incentrata sul rapporto tra la crisi del debito e la garanzia patrimoniale del debitore.

secondo, all'esecuzione coattiva, all'obbligazione risarcitoria e poi eventualmente all'espropriazione forzata, il primo, alle autotutele e ai rimedi inibitori; sul piano diverso della responsabilità di fronte alla pluralità dei creditori e allo stesso mercato del credito⁷¹, inadempimento e rischio di inadempimento condividono, invece, la possibilità di essere episodio sintomatico dello stato di insolvenza, tanto da assurgere a presupposto giuridicamente rilevante per aprire lo stato di crisi alle discipline concorsuali⁷², partecipando alle sorti della procedura concorsuale, ad esempio, con la rinegoziazione, la falcidia e finanche l'esdebitazione⁷³.

E stato dunque efficacemente osservato che i due modelli sono alternativi e operativi a seconda di come i creditori «si dispongano di fatto di fronte al debitore, o quest'ultimo di fronte ai creditori»⁷⁴, se l'inadempimento rilevi, cioè, nel conflitto individuale tra debitore e creditore, ovvero se prevale «una visione collettiva della massa nel contesto dell'interesse comune a tutti i creditori a percepire quanto più possibile dal patrimonio attuale di un debitore insolvente»⁷⁵. In realtà, però, al di là della facoltà di scelta di volta in volta attribuita al debitore, ma soprattutto al creditore – perché è quest'ultimo che può decidere di quali rimedi per l'insolvenza avvalersi – viene in gioco una diversa visuale, individuale in un caso, funzionale-sistemica nell'altro⁷⁶, che determinerà l'applicazione di un sistema di per sé autosufficiente, nel quale soltanto, dunque, sarà possibile ricercare regole e principi⁷⁷.

⁷¹ Rispetto al quale il sacrificio imposto ad alcuni creditori è funzionale al recupero nel circuito del mercato di un soggetto a vantaggio non solo di quest'ultimo, ma anche del ceto collettivo dei creditori, realizzando così un «livello più moderno e sofisticato di tutela del credito» (G. D'AMICO, *op. cit.*, 72).

⁷² L. MODICA, *op. cit.*, 249.

⁷³ L. MODICA, *op. cit.*, 253.

⁷⁴ C. CAMARDI, *op. cit.*, 493, ripreso nelle riflessioni di L. MODICA, *op. cit.*, 264, la quale osserva che, dunque, non può non risultare incisa l'idea stessa di obbligazione, fosse solo perché la figura diventa molteplice e variabile (p. 248).

⁷⁵ C. CAMARDI, *op. cit.*, 492.

⁷⁶ C. CAMARDI, *op. cit.*, 530.

⁷⁷ L. MODICA, *op. cit.*, 265.

La regolamentazione delle cripto-attività tra Decreto *Fintech* e regolamento *MiCA*

SOMMARIO: 1. Il fenomeno delle cripto-attività e la necessità di un intervento legislativo. – 2. Il perimetro di applicazione del decreto *Fintech* e del regolamento *MiCA*. – 3. Il decreto *Fintech* e il nuovo sistema di gestione degli strumenti finanziari fondato sulla tecnologia a registro distribuito. – 4. I tratti peculiari del regolamento *MiCA*: luci e ombre. – 5. Conclusioni.

1. Il fenomeno delle cripto-attività e la necessità di un intervento legislativo

Le cripto-attività hanno rivoluzionato il panorama finanziario globale, suscitando un interesse senza precedenti da parte di investitori, istituzioni finanziarie e governi, ma sollevando anche questioni in termini di regolamentazione, di sicurezza e di integrazione nell'economia globale.

Le cripto-attività, infatti, rappresentano un cambiamento significativo nel modo in cui si concepisce e gestisce il valore economico poiché sono basate su tecnologie a registro distribuito che consentono la rappresentazione e il trasferimento di valore in forma digitale, senza la necessità di intermediari centrali.

Esse non sono riconducibili ad una categoria unitaria se non, appunto, per la loro caratteristica di esistere unicamente all'interno di una tecnologia a registro distribuito (*Distributed Ledger Technology – DLT*)¹ o in una tecnologia simile. Esse possono avere una veste giuridica propria (*asset-referenced token, e-money token, utility token, non-fungible token, security token*), assumere contemporaneamente

¹ Il Regolamento UE 2022/858 del 30 maggio 2022 relativo al regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, applicabile dal 23 marzo 2023, contiene la definizione di DLT a cui rinvia anche il MiCAR. Per DLT si intende la tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti – definiti a loro volta come archivi di informazioni in cui sono registrate le operazioni – condivisi da una serie di nodi di rete DLT e sincronizzati tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso. Il nodo di rete DLT è un dispositivo o un'applicazione informatica parte di una rete che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito.

sembianze diverse (*hybrid token*) oppure mutare la loro natura nel tempo, richiedendo all'interprete, di volta in volta, di individuarne lo statuto normativo².

Le cripto-attività introducono, quindi, un paradigma completamente nuovo, che offre opportunità di inclusione finanziaria e promuove la trasparenza e l'affidabilità nelle transazioni finanziarie, ma pongono anche una serie di sfide e di rischi.

Si tratta di un fenomeno che richiede un approccio equilibrato e una regolamentazione adeguata per massimizzarne i benefici e mitigarne i rischi, di fronte al quale il principio di neutralità tecnologica risulta superato³, lasciando spazio a regole più flessibili che si adattano alle nuove sfide e opportunità presentate dalla tecnologia finanziaria.

Di fronte alle cripto-attività le tradizionali categorie giuridiche faticano a ricevere applicazione senza un tentativo di adeguamento ad opera dell'interprete⁴, ma neppure ci si può limitare ad un mero adattamento della disciplina vigente in materia cartolare o mobiliare⁵.

² Cfr. T.N. POLI, *MiCA, Pilot Regime e Decreto Fintech: la regolazione del fenomeno crypto e le difficoltà di inquadramento nel sistema finanziario*, in *Dialoghi di Diritto dell'economia*, 2023, 2 e 3.

³ Si veda M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento n. 3 al n.1/2022, 128, in cui si legge che «il superamento della neutralità tecnologica è fisiologico e significa legittimare alcune tecnologie rispetto ad altre e per l'effetto alcuni prodotti e servizi in ragione della tutela degli interessi in gioco».

Sulla messa in discussione del principio di neutralità tecnologica si vedano anche M. RABITTI e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, F. Capriglione (a cura di), Padova 2019, 711 ss.; F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in <https://www.dirittobancario.it/art/verso-una-disciplina-europea-delle-criptoattivit%C3%A0-riflessioni-margine-recente-proposta-commissione/>, Ottobre 2020; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2/2018, 226-251.

⁴ M. GIULIANO, *Le risorse digitali nel paradigma dell'art. 810 cod. civ. ai tempi della blockchain*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 6, 2021, 1459.

⁵ E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss., E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti*, 2019, 121 ss.

Il fenomeno delle cripto-attività, infatti, sebbene presenti delle similitudini con la tecnica di registrazione e movimentazione delle scritturazioni contabili a fondamento dei sistemi di gestione accentrata degli strumenti finanziari dematerializzati⁶, presenta aspetti peculiari poiché la stessa tecnologia *DLT*, pur non alterando in sostanza la natura del bene giuridico incorporato, può incidere sia sulle modalità di circolazione sia sulla forma dell'attività⁷.

L'esigenza di calare i tradizionali presidi nel diverso contesto tecnologico ed economico su cui i mercati delle cripto-attività sono costruiti ha portato il legislatore europeo alla scelta di regolamentarli attraverso un regime *ad hoc*.

L'ambito di intervento della Commissione europea è risultato articolato su due diversi e connessi interventi normativi: il Regolamento UE 2022/858 del 30 maggio 2022 (c.d. *DLT Pilot Regime*⁸), che costituisce un regime pilota di sperimentazione temporanea per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, e il Regolamento (UE) 2023/1114 (c.d. *MiCAR – Markets in Crypto-Assets Regulation*) del 31 maggio 2023, applicabile dal 30 dicembre

⁶ Così M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 330.

⁷ G. SCHNEIDER, *La partecipazione alla società nei mercati finanziari tokenizzati tra prospettive di regolazione e di governance*, in questa *Rivista*, IV, 2022, 286 e 287.

⁸ Il *Pilot Regime* è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 2 giugno 2022 ed è divenuto applicabile in tutti gli Stati membri dell'Unione a partire dal 23 marzo 2023, termine entro il quale i legislatori nazionali dovevano provvedere all'aggiornamento dei rispettivi ordinamenti interni. L'intervento del legislatore, infatti, non ha interessato i profili sostanziali relativi all'emissione e alla circolazione digitale degli strumenti finanziari, posto che la disciplina della circolazione degli strumenti finanziari è demandata alla normativa dei singoli Stati membri dell'Unione Europea.

Il suddetto Regolamento modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 nonché la direttiva 2014/65/UE.

Sul *DLT Pilot Regime* v. G. ZACCARONI, *Decentralized Finance and EU Law: The Regulation on a Pilot Regime for Market Infrastructures Based on Distributed Ledger Technology*, in *European Papers*, 2022, 601; R. PRIEM, *A European distributed ledger technology pilot regime for market infrastructures: finding a balance between innovation, investor protection and financial stability*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2022, 371; J. MCCARTHY, *From childish things: the evolving sandbox approach in the EU's regulation of financial technology*, in *Law, Innovation & Technology*, 2023, 1 ss.

2024, destinato a regolamentare alcune tipologie di cripto-attività, come si chiarirà nel prosieguo.

Con il D.L. 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. Decreto *Fintech*)⁹, coordinato con le modifiche introdotte dalla legge di conversione 10 maggio 2023 n. 52, è stata, invece, introdotta in Italia la disciplina generale di emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali, in attuazione dell'art. 18 del Regolamento *Pilot*, che fissava la data del 23 marzo 2023 quale termine ultimo entro il quale i singoli Stati membri dell'Unione Europea dovevano adottare una disciplina nazionale di emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali¹⁰.

Il *DLT Pilot Regime* e il *MiCAR*, colmando una lacuna normativa, hanno suggellato il ruolo fondamentale che il diritto riveste nella regolamentazione e nel controllo della tecnologia finanziaria, risolvendo l'antico dilemma regolatorio tra il lasciare libero e virtuoso sviluppo alle nuove forme dell'innovazione tecnologica applicate all'ambito finanziario in un ecosistema deregolamentato e il disciplinare dettagliatamente i nuovi fenomeni con il rischio di soffocarli¹¹.

L'origine delle due novità normative si rintraccia nel “*Finance Digital Package*”, approvato dalla Commissione europea il 24 settembre 2020, consistente in un pacchetto sulla finanza digitale

⁹ Il decreto *Fintech* è stato pubblicato sulla G.U. n. 112/2023 del 15 maggio 2023.

¹⁰ Il *DLT Pilot Regime*, infatti, non ha interessato i profili sostanziali relativi all'emissione e alla circolazione digitale degli strumenti finanziari.

¹¹ Per un inquadramento delle diverse opinioni circa i due diversi approcci metodologici, v. in generale G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in questa *Rivista*, 2019, I, 30 ss. La Commissione Ue, pur affermando che in un ambiente in così rapida evoluzione una regolamentazione eccessivamente prescrittiva e precipitosa rischia di produrre effetti indesiderati, ha riconosciuto, a più riprese, che la normativa Ue è anteriore all'emergere delle tecnologie e che il mancato adeguamento di questa può essere di ostacolo alla diffusione delle soluzioni *Fintech*, ponendo in una posizione di svantaggio i prestatori di servizi finanziari Ue in un mercato sempre più globale (Comunicazione della Commissione Ue al Parlamento europeo dell'8 marzo 2018 – Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo). La stessa Commissione si dimostra pertanto ben consapevole dei limiti del principio di neutralità tecnologica (“stessa attività, stessa regolamentazione, a prescindere dalle modalità utilizzate”), reputando indispensabile, come nei fatti effettivamente sta avvenendo, l'adozione di una speciale disciplina per regolare questi nuovi fenomeni.

contenente: la definizione degli orizzonti strategici per la “finanza digitale” e per i “pagamenti al dettaglio”; una proposta di regolamentazione a livello europeo delle “cripto-attività” e la definizione di proposte legislative aventi ad oggetto la c.d. “resilienza digitale”, nell’ottica di un settore finanziario dell’UE competitivo che offra ai consumatori l’accesso a prodotti finanziari innovativi, garantendo la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria¹².

2. Il perimetro di applicazione del decreto *Fintech* e del regolamento *MiCA*

Il decreto *Fintech*¹³ e il Regolamento europeo *MiCA*¹⁴ hanno completato e definito il quadro normativo oggi applicabile in Italia alle “cripto-attività”.

Il confine operativo tra le due discipline può essere tracciato muovendo dall’art. 2, par. 3, del Regolamento *MiCA*, a norma del quale il *MiCAR* non si applica alle cripto-attività che sono uniche e non

¹² Il pacchetto di proposte legislative, tra cui il *Digital Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)* e il *Digital Operational Resilience Act (DORA)*, sostiene l’ambizione dell’UE per una ripresa post pandemia che abbracci la transizione digitale. La Commissione aveva formulato, altresì, la proposta legislativa di introdurre un regime pilota per le infrastrutture di mercato, in base al quale le autorità nazionali, in coordinamento con l’*European Securities and Markets Authority*, avrebbero potuto accordare deroghe alla disciplina europea introdotta prima dell’avvento delle tecnologie a registro distribuito (*Distributed Ledger Technologies, DLT*). La proposta formulata dalla Commissione è stata adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio con il Regolamento (UE) 2022/858 (*DLT Pilot Regime*) che introduce, come già accennato, un regime di sperimentazione temporanea della durata massima di sei anni per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, la più nota delle quali è la tecnologia *Blockchain*.

¹³ Sul decreto *Fintech* si vedano i primi commenti di U. MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot Regime*, in *dirittobancario.it*, 20 marzo 2023; V. LEMMA, *DLT Pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali. Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, e del Regolamento (UE) 2022/858*, in *dirittobancario.it*, maggio 2023; P. CARRIÈRE, *Decreto Fintech e MiCAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *dirittobancario.it*, maggio 2023.

¹⁴ Il Regolamento *MiCA* è entrato in vigore il ventunesimo giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione europea, avvenuta il 9 giugno 2023. Esso modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

fungibili con altre cripto-attività e, ancora, non si applica alle cripto-attività assimilabili agli strumenti finanziari¹⁵. Si tratta di un'impostazione che tende a distinguere le cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari da tutte le altre cripto-attività¹⁶. È opportuno,

¹⁵ Ai sensi dell'art. 2, par. 3, del Regolamento (UE) *MiCA*: Il presente regolamento non si applica alle cripto-attività che rientrano in una o più delle definizioni seguenti: a) strumenti finanziari; b) depositi, compresi i depositi strutturati; c) fondi, eccetto ove siano qualificabili come *token* di moneta elettronica; d) posizioni inerenti a cartolarizzazione nel contesto di una cartolarizzazione ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2017/2402; e) prodotti assicurativi non vita o vita che rientrano nelle classi di assicurazione elencati negli allegati I e II della direttiva n. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio o contratti di riassicurazione e retrocessione di cui alla stessa direttiva; f) i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo principale di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; g) gli schemi pensionistici aziendali o professionali riconosciuti ufficialmente che ricadono nell'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio o della direttiva 2009/138/CE; h) i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico; i) un prodotto pensionistico individuale paneuropeo come definito all'articolo 2, punto 2), del regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio; j) regimi di sicurezza sociale contemplati dal regolamento (CE) n. 883/2004 e (CE) n. 987/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio».

¹⁶ Sull'impostazione riguardante la distinzione tra cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari e tutte le altre cripto-attività si vedano i commenti di F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *dirittobancario.it*, ottobre 2020, 10 ss. Prima dell'entrata in vigore della disciplina si vedano, *ex multis*, i commenti in dottrina di M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti*, 2019, 2, 267 ss.; C. FERRARI, G. GITTI e M.R. MAUGERI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 1, 95 ss.; R. LENER e S.L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in *dirittobancario.it*, ottobre 2020; P. CARRIÈRE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *dirittobancario.it*, 5 ottobre 2020; V. FERRARI, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar*, in *Maastricht Journal and Comparative Law*, 2020, 325 ss.; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER e R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *EBI (European Banking Institute) – Working Paper Series*, n. 77, 2020, 1 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Le proposte*

allora, chiarire innanzitutto quando una cripto-attività possa essere considerata uno strumento finanziario, richiamando la tradizionale tassonomia¹⁷ che, nel distinguere tre principali categorie di cripto-attività (quali gli *utility token*, i *security token* e i *currency token*) consente di collocare all'interno della classe tendenzialmente chiusa degli strumenti finanziari quelle cripto-attività che risultano averne le caratteristiche, ovvero i *security token*¹⁸. Non è escluso, però, che la

europée in tema di crypto-asset e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin?), in questa Rivista, 2021, II, 413 ss.

¹⁷ Si vedano P. MAUME e M. FROMBERGER, *Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in *Chicago Journal of International Law*, 2019, p. 558 ss.; P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 645 ss.; I.M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017, 54 ss., che identifica solo due categorie di *token* (“*currency like*” e “*security like*” *token*). Si veda anche, la distinzione fra “*app token*” e “*protocol token*” proposta da J. ROHR e A. WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in *Hastings Law Journal*, 70, 2019, 463 ss.

¹⁸ Per riprendere concetti ormai ampiamente noti, le caratteristiche degli *utility token* sono più o meno concordemente individuate nella presenza, nell'ambito di queste tipologie di cripto-attività, di diritti garantiti sui beni o servizi dell'emittente, e a volte anche diritti di *governance* nell'emittente, quali il diritto di voto. Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 3. Sul punto si vedano anche T. BOURVEAU, E.T. DE GEORGE, A. ELLAHIE, D. MACCIOCCHI, *Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market*, (2018), 12, disponibile al seguente link: https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/2019-03/thomas_bourveau_icos.pdf, 18.

Sul piano della qualificazione, peraltro, gli *utility token* non sono solitamente considerati come strumenti o prodotti finanziari in quanto il loro scopo non è tanto quello di essere utilizzati come forma di investimento, e/o di creare flussi di cassa futuri, quanto quello di sfruttare, in maniera funzionale, la tecnologia *DLT/blockchain* per avere accesso a prodotti o servizi. Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; P. HACKER e C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 673 ss.; L. KLÖHN, N. PARHOFER, D. RESAS, *Initial coin offerings (ICOs)*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2018, 89, 102 ss. In un contributo recente, alcuni Autori hanno adottato un approccio fondato su di un'ampia nozione di valori mobiliari e strumenti finanziari, che porta ad includervi la pressoché totalità dei *token* emessi nel contesto di ICOs: D. BOREIKO, G. FERRARINI e P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, 672 e ss.

cripto-attività non abbia una finanziarietà intrinseca, ma assuma tale carattere in virtù delle condizioni di contesto nelle quali è scambiata e precisamente, come sostenuto da autorevole dottrina¹⁹ e dalla giurisprudenza²⁰, quando l'offerta al pubblico e la negoziazione di cripto-valute abbiano una causa contrattuale di natura finanziaria, il che si verifica in presenza di alcuni presupposti, quali: l'impiego del capitale; la promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; l'assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego del capitale²¹.

La seconda categoria di cripto-attività, invece, è quella dei cd. *security/financial token*, tipicamente connessi a un'attività sottostante e rappresentativi soltanto di una frazione del suo valore complessivo, e non dell'attività stessa. Queste cripto-attività offrono a chi ne è titolare diritti sugli utili futuri dell'iniziativa sottostante e possono spesso essere considerate come veri e propri prodotti finanziari, strumenti finanziari, titoli, etc., a seconda delle categorie rinvenibili negli ordinamenti di riferimento che, di volta in volta, rilevano. La terza categoria di cripto-attività è quella dei c.d. *currency token*, notoriamente rappresentata da *bitcoin*, ma più di recente diversificatasi in numerose cripto-attività, ivi inclusi i c.d. *stablecoins*. Tali tipologie di cripto-attività rispecchiano tratti tipici del denaro (mezzo di scambio, conservazione di valore e unità di conto). Cfr. B. GEVA, *Cryptocurrencies and the Evolution of Banking, Money, and Payments*, in C. BRUMMER (a cura di), *Cryptoassets: Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, 2019, 12 ss.

¹⁹ In tal senso si esprime M. CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2023, 7, per il quale le cripto-attività assumono funzione finanziaria in quanto vengano collocate in (o destinati a) un contesto di mercato tale da attribuire alla loro offerta e negoziazione carattere eminentemente speculativo. Si veda nel medesimo Autore, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 328, e *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, cit., 63.

²⁰ Come stabilito dalla Corte di Cassazione «La causa negoziale è finanziaria allorché la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il «blocco» dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro» (Cass. civ., Sez. II, sentenza 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Giust. civ.*, 2013).

²¹ Non è mancato un orientamento diverso della Corte di Cassazione, che ha asserito l'applicabilità della normativa finanziaria alle criptovalute qualora esse siano offerte al pubblico con modalità che enfatizzano la possibilità per gli acquirenti di conseguire ritorni economici collegati all'acquisto e alla rivendita della criptovaluta. Vedi Cass. pen., Sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, 928 e 929, con nota di F. CONSULICH, *Il diritto penale nell'età del cripto-oro. Gli elementi*

Dunque, alla luce di quanto chiarito, se il *MiCAR* non si applica alle cripto-attività assimilabili agli strumenti finanziari ai sensi della MIFID, restano escluse dal regolamento in questione tutte le cripto-attività qualificabili come “*security token*”.

Si osserva che il regolamento *MiCAR*, sebbene individui e definisca espressamente tre tipologie di *token* (ossia, gli *asset-referenced token*, gli *e-money token* e gli *utility token*), non limita ad essi il suo ambito applicativo, il quale deve essere identificato in via negativa, facendo riferimento, per esclusione, a ciò che non è già regolamentato da altre discipline del diritto finanziario dell'Unione Europea. L'art. 2 del *MiCAR* elenca una serie di *assets* che sono esclusi dal suo ambito di applicazione, facendo emergere chiaramente che il regolamento non è in grado o, semplicemente, non intende fornire una definizione chiara delle varie cripto-attività rientranti nel suo ambito di applicazione. Invero, anche l'approccio definitorio adottato dal *MiCAR* non concorre a fornire una chiara identificazione delle cripto-attività che rientrano nel suo ambito di applicazione. Infatti il *MiCAR*, sebbene definisca in via positiva gli *ART*²², gli *EMT* e gli *utility token*, ricorre, poi (nel Titolo II

normativi della fattispecie di abusivismo finanziario tra monete virtuali e investimenti reali, ivi, 929 ss., e con nota di F. DALAITI, *Criptovalute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva*, in *Sistema Penale*, 2021, 37 ss.; Cass. pen., Sez. II, 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1 ss., con nota di M. CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, ivi, 3 ss.; M. GUASTADISEGNI, *Criptovaluta e prodotto finanziario: l'eterno ritorno alla causa negoziale*, in *Danno e resp.*, 2022, 494 ss.; A. QUATTROCCHI, *La natura proteiforme delle criptovalute al crocevia della tutela penale del mercato finanziario*, in *Giur. it.*, 5, 2022, 1214 ss.; da ultimo, Cass. pen., Sez. II, 22 novembre 2022, n. 44378, con nota di F. CASCINELLI e F. DELLA SCALA, *Crypto assets: prime considerazioni sulla più recente sentenza della Cassazione*, in *dirittobancario.it*, 25 novembre 2022.

²² I *token* collegati ad attività e i *token* di moneta elettronica possono essere ricondotti nell'ambito della categoria degli *asset linked stablecoins* (Cfr. T.N. POLI, *op. cit.*, 12), ovvero le cripto-attività garantite da attività sottostanti (es. valute ufficiali, crediti, merci, etc.) che mirano a mantenere un valore stabile rispetto a una determinata valuta fiat (es. euro o dollaro), a un bene specifico o a un *pool* o paniere di attività, in contrapposizione alle cc.dd. *unbacked crypto-assets*, vale a dire cripto-attività prive di un meccanismo di stabilizzazione che ne ancori il valore a un'attività di riferimento (es. *Bitcoin*). In tale senso la Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività, 15 giugno 2022, in www.bancaditalia.it. Sugli *e-money token* si veda F. CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di*

del Regolamento e, in tale ambito, nell'art. 4)²³ alla nozione aperta di *token* “diversi” dai primi due (ossia dagli *ART* e dagli *EMT*) per individuare il proprio ambito di applicazione, ampliandolo in modo “indefinito” ben oltre le tre categorie di *ART*, *EMT* e *utility token*.

Va poi osservato che a rendere incerti i confini operativi del *MiCAR* sono anche le ambiguità definitorie che connotano alcune nozioni fondamentali del diritto europeo dei mercati finanziari.

Stante la scelta di campo del legislatore europeo, già evidenziata, di non applicare il *MiCAR* alle cripto-attività che coincidono con prodotti e/o attività già regolati dal diritto finanziario dell'Unione europea, si pone il problema che l'incertezza definitoria di alcune nozioni del diritto finanziario europeo, prima fra tutte la nozione di strumento finanziario prevista dalla *MiFID*²⁴, non rende agevole stabilire se talune fattispecie di cripto-attività siano riconducibili alla disciplina della *MiFID* (in quanto qualificabili come strumenti finanziari), o, per esclusione, alla disciplina del *MiCAR*.

Certamente sarebbe stato preferibile che il *MiCAR* avesse chiarito il suo ambito di applicazione fornendo una chiara identificazione “in positivo” di quali *token* rientrano nella sua disciplina: ciò, per quanto difficile e impegnativo, avrebbe evitato confusione e scappatoie.

Non vi sono dubbi, invece, che rimangono fuori dall'applicazione del *MiCAR*, per espressa previsione dell'art. 2, par. 3, del

pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 239 ss.

²³ Vedi rispettivamente, Titolo II (Cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai *token* di moneta elettronica) e art. 4 (Offerte al pubblico di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai *token* di moneta elettronica). In senso analogo si veda la disciplina dei prestatori di servizi in cripto-attività, il cui ambito di applicazione è ancora più ampio, potendo ricomprendere qualsiasi cripto-attività, anche quelle pienamente decentralizzate (tra cui *bitcoin*) che invece sfuggono, tra l'altro, alle disposizioni in materia di offerta al pubblico.

²⁴ Elementi centrali di tale nozione, come la negoziabilità dello strumento finanziario o il fatto che debba essere riconducibile ad una categoria, sono molto problematici. Sul punto si veda il noto rapporto dell'ESMA del 9 gennaio 2019, *Advice. Initial coin offerings and crypto assets*, reperibile in www.esma.europa.eu.

regolamento²⁵, i cosiddetti *non fungible token*²⁶ (*NFT*). Tale esclusione è dovuta al fatto che i *NFTs* hanno, in genere, delle caratteristiche tali da non renderli idonei ad una circolazione, o allo scambio, su mercati diffusi²⁷.

²⁵ La decisione di includere o meno i *NFTs* nel Regolamento è stata, peraltro, oggetto di un travagliato *iter*, nel quale sono state vagliate tutte (o quasi) le possibili opzioni. Il travaglio si riflette in un assetto finale del testo che risulta, a dir poco, instabile. Il punto è ben illustrato dai (lunghi) Considerando 10 e 11 che, in sintesi, possono così riassumersi: (i) le frazioni di una cripto-attività unica e non fungibile non dovrebbero essere considerate uniche e non fungibili; (ii) l'emissione di cripto-attività come *token* non fungibili in un'ampia serie o raccolta dovrebbe essere considerata un indicatore della loro fungibilità. La mera attribuzione di un identificativo unico a una cripto-attività non è di per sé sufficiente a classificarla come unica e non fungibile; (iii) affinché la cripto-attività possa essere considerata unica e non fungibile, anche le attività o i diritti rappresentati dovrebbero essere unici e non fungibili; (iv) in ogni caso, l'esclusione delle cripto attività uniche e non fungibili dall'ambito di applicazione del Regolamento non pregiudica la qualificazione di tali cripto-attività come strumenti finanziari; (v) il Regolamento dovrebbe applicarsi anche alle cripto-attività che appaiono uniche e non fungibili, ma le cui caratteristiche di fatto o le caratteristiche che sono legate ai loro utilizzi *de facto* le renderebbero fungibili o non uniche. Sulla questione si veda P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in *ECFR*, 2023, 259.

²⁶ Sui *NFT* si vedano i contributi di F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, n. 5-6, 2023, 940-941; G. NAVA, *I non-fungible token*, in R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI e M. PROTO (a cura di), *Il diritto nell'era digitale*, 2013, 237 ss.; A. GUACCERO e G. SANDRELLI, *Non-Fungible Tokens (NFTs)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 824 ss.; P. CARRIÈRE, *La "cripto-arte" e i non-fungible tokens (NFTs): tentativi di inquadramento giuridico*, in *dirittobancario.it*, agosto 2021; D. MASI, *Non-Fungible Tokens (NFTs): riflessioni sulla natura giuridica e disciplina applicabile*, in *Rivista Giuridica Europea*, 2022, 83 ss.; J.A.T. FAIRFIELD, *Tokenized: The Law of Non-Fungible Tokens and Unique Digital Property*, in *Indiana Law Journal*, 2022, 1261 ss.; G. RESTA, *Diritti esclusivi e nuovi beni immateriali*, Torino, 2011.

²⁷ Nel Considerando 10 del regolamento MiCAR si legge che «Sebbene le cripto-attività uniche e non fungibili possano essere negoziate sui mercati ed essere accumulate a fini speculativi, esse non sono facilmente intercambiabili e il valore relativo di una tale cripto-attività rispetto a un'altra, essendo ciascuna unica, non può essere determinato mediante confronto con un'attività di mercato esistente o un'attività equivalente. Tali caratteristiche limitano la misura in cui tali cripto-attività possono avere un uso finanziario, limitando in tal modo i rischi per i possessori e il sistema finanziario e giustificandone l'esclusione dall'ambito di applicazione del presente regolamento ».

Un altro motivo, poi, che giustifica l'esclusione dei *NFTs* dal *MiCAR* è rappresentato dalla sua inidoneità a svolgere una funzione di investimento (ad esempio, perché il titolare del *NFT* non riceve il diritto di percepire una remunerazione). Tuttavia, qualora sia riscontrabile la funzione di investimento, oppure la non fungibilità sia solo apparente (perché, ad esempio, è fungibile l'*asset* sottostante), il *NFT* torna ad essere una materia da regolare, o perché cripto-attività, oppure in quanto strumento finanziario o prodotto finanziario ai sensi del TUF²⁸. È importante sottolineare che il *MiCAR* non fornisce una propria definizione di "fungibilità" e questo rende assai incerti i confini tra i *NFTs* e gli *utility token*. La nozione è rimessa a diverse interpretazioni – influenzate dai vari orientamenti nazionali, derivanti principalmente dal diritto privato²⁹ – applicabili, di volta in volta, in funzione dello specifico strumento. Sarebbe opportuno, se non necessario, come già sostenuto da autorevole dottrina³⁰, ricostruire una nozione autonoma di "fungibilità" a livello europeo, essendo formulata da un regolamento dell'Unione, anche se non si può prescindere da un approccio comparatistico che tenga conto delle tradizioni degli Stati membri.

Continuando l'analisi su ciò che è escluso dal *MiCAR*, va evidenziato che esso non si applica ai fenomeni della finanza decentralizzata³¹ (c.d. DeFI) e la ragione è da individuarsi nel fatto che

²⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit., 940-941.

²⁹ Per una definizione di *token* (e di *NFT*) in termini civilistici, e ai sensi della disciplina nazionale, v. F. RAMPONE, *NFT e token crittografici in chiave civilistica: dal documento informatico agli atomi digitali*, in *Dialoghi dir. econ.*, 2023, p. 1.

³⁰ F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit., p. 941.

³¹ V. da ultimo H. IRIS e Y. CHIU, *The Application of the EU Markets in Crypto-asset Regulation to Decentralised Finance*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2023, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=4599277>; I. MAKAROV e A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance (DeFi)*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2022.

Per un tentativo "istituzionale" di definizione e un inquadramento del fenomeno, v. Commissione Europea, *Decentralized Finance: information frictions and public policies. Approaching the regulation and supervision of decentralized finance*, disponibile al seguente indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-10/finance-events-221021-report_en.pdf; Banca D'Italia, *Comunicazione in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, 2 giugno 2022; C.R. HARVEY, *Defi and the Future of Finance*, Hoboken, 2021. Per ulteriori riferimenti, v.

in tale ambito³² non è possibile individuare chi sono gli “emittenti” o i “prestatori di servizi” cui destinare le nuove regole del *MiCAR*³³. Dall’applicazione della normativa *MiCA* rimarrebbe esclusa, pertanto, la criptovaluta più conosciuta, il *bitcoin*, e le criptovalute simili, poiché non sarebbe individuabile un soggetto emittente da identificare e sottoporre a regolamentazione, con conseguente applicazione della normativa interna di cui agli artt. 91 e ss. TUF³⁴. Alla luce di quanto osservato, si ricava che nel *MiCAR* manca un carattere che da sempre ha connotato la regolamentazione in materia finanziaria, ossia

S.L. FURNARI (a cura di), *La Finanza Decentralizzata. Cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*, Roma, 2023; E. PRANDIN, *Decentralized Finance: A new challenge for Regulators*, in *Bocconi Legal Papers*, 2021, 51 ss.; S. BOYKEY SIDLEY e S. DINGLE, *Beyond Bitcoin*, Londra, 2022; L. ANKER-SØRENSEN e D.A. ZETSCHE, *From Centralized to Decentralized Finance: The Issue of ‘Fake-DeFi’*, 2021, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3978815; S. ARAMONTE, W. HUANG e A. SCHRIMPF, *DeFi risks and the decentralisation illusion*, in *BIS Quarterly Review*, 2021. Da ultimo sull’argomento si veda il report della *Bank for International Settlements, The crypto ecosystem: key elements and risks*, 2023, 9, e IOSCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralised Finance*, FR/14/23, dicembre 2023.

³² Sussistono tanti modi di intendere la nozione di “decentralizzazione” e anche diversi livelli e gradi di decentralizzazione: il rapporto tra *MiCA* e DeFi andrà dunque meglio focalizzato man mano che, da un lato, il mercato evolve e, dall’altro, la nuova disciplina è chiamata a confrontarsi con un numero crescente di casi concreti. V.A. WALCH, *Deconstructing ‘Decentralization’: Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in C. BRUMMER (a cura di), *Cryptoassets. Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Oxford, 2019. In un recente rapporto, ESMA ha peraltro registrato, quantomeno in Europa, un grado di sviluppo ancora modesto di modelli di servizio decentralizzati: v. ESMA, *Decentralised Finance in the EU: Developments and Risks*, 11 ottobre 2023, reperibile in www.esma.europa.eu.

³³ Ciò non toglie che, in alcuni casi, sia possibile ipotizzare la sussistenza, in capo ai gestori delle piattaforme o dei sistemi decentralizzati, di doveri di diligenza e anche di natura fiduciaria verso gli utenti. Il dibattito sul punto è aperto. Si segnala, in proposito, un importante caso, ancora *in fieri* nel Regno Unito, nel quale la *Court of Appeal* ha ritenuto che sussistono « *realistic arguments* » per ritenere che gli sviluppatori siano soggetti a doveri fiduciari: v. *Tulip Trading Ltd v Bitcoin Association For BSV* [2023] EWCA Civ 83; (2023) 4 WLR 16.

³⁴ A favore di questa ricostruzione depone l’art. 4, par. 3, del Regolamento *MiCA*, che, tra le esenzioni dalla pubblicazione di un *white paper*, fa rientrare il caso in cui la cripto-attività è creata automaticamente a titolo di ricompensa per il mantenimento del registro distribuito o la convalida delle operazioni. Si prefigura, tuttavia, l’applicazione delle disposizioni *MiCA* sulla prestazione dei servizi che riguardino i *Bitcoin* (ad es. consulenza, gestione di portafogli).

l'individuazione dei soggetti cui indirizzare la disciplina. Il rischio che ne deriva è che alcune organizzazioni, per il solo fatto di essere decentralizzate, potrebbero offrire servizi relativi a cripto-attività senza essere autorizzate³⁵.

L'analisi sui confini operativi "oggettivi" del *MiCAR* impone, ancora, una riflessione sui prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari, laddove siano emessi in forma crittografica su di una tecnologia a registro distribuito. Al riguardo, non trovando applicazione la *MiFID*, si pone la questione di quale disciplina si applichi: se il *MiCAR* oppure una delle diverse discipline di carattere nazionale rinvenibili in taluni Stati dell'Unione europea, che si aggiungono alle regole euro-unitarie.

Ancora una volta, viene in rilievo la complessa questione della tassonomia delle cripto-attività per stabilire quale disciplina debba essere applicata. È necessario stabilire, infatti, se la cripto-attività sia qualificabile alla stregua di un prodotto finanziario.

L'analisi deve muovere dall'art. 1 del TUF, che definisce prodotti finanziari "*gli strumenti finanziari*" e "*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*". Si tratta di una nozione improntata su un criterio squisitamente funzionale, in quanto fa leva sullo scopo di investimento dell'operazione economica, per assoggettarla alle regole in materia di offerta al pubblico e di prospetto informativo di origine nazionale.

Si condivide la posizione dottrina³⁶ secondo cui è da riconoscere al *MiCAR* una portata assorbente rispetto ai regimi nazionali e la sua idoneità a disciplinare ogni cripto-attività che non sia regolata da altri atti legislativi dell'Unione europea. Ne deriva che, con riguardo all'ordinamento italiano, ogni strumento di raccolta di capitali, emesso in forma crittografica utilizzando tecnologia *DLT*, sarà disciplinato dal *MiCAR*, a meno che esso non sia qualificabile alla stregua di uno

³⁵ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit., p. 932, il quale aggiunge che, a riguardo rileva l'art. 59, par. 3, del regolamento *MiCA*, a norma del quale « ai fini del paragrafo 1, lettera a), altre imprese che non sono persone giuridiche prestano servizi per le cripto-attività se la loro forma giuridica garantisce un livello di tutela degli interessi dei terzi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche nonché se sono soggette a una vigilanza prudenziale equivalente adeguata alla loro forma giuridica ».

³⁶ Si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit. p. 943.

strumento finanziario ai sensi della *MiFID*. Il *MiCAR* si applicherebbe dunque anche ai prodotti finanziari atipici, che non ricadono nell'elenco degli strumenti finanziari ma sono riconducibili ad “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria³⁷”.

Per quanto riguarda, invece, l'ambito di intervento del decreto *Fintech*, esso si riferisce alle cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari, inclusi gli strumenti finanziari *DLT (Distributed Ledger Technologies)*³⁸, che cioè risultano emessi, registrati, trasferiti e stoccati mediante la tecnologia a registro distribuito.

Il Governo è intervenuto con un decreto d'urgenza, in attuazione del Regolamento (UE) 2022/858, al fine di evitare che gli operatori del mercato italiani si trovassero in una situazione di svantaggio competitivo rispetto agli operatori di altri Stati membri a causa della mancanza in Italia di una disciplina che rendesse possibile la *tokenizzazione* di strumenti finanziari³⁹ e l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito *DLT* per la relativa circolazione.

³⁷ C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 32 s.

³⁸ La nozione di strumento finanziario *DLT* è stata introdotta dall'art. 2, par. 1, n. 11 del Regolamento (UE) 2022/858. A tale fine, è operato un intervento correttivo sulla direttiva MiFID II: l'art. 18, par. 1, n. 1, modifica l'art. 4, par. 1, punto 15 della MiFID II, con l'intenzione di incorporare nella nozione di strumento finanziario «qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia di registro distribuito» e, quindi, determinare l'applicazione della normativa in materia di intermediazione finanziaria. Sul regime pilota si vedano nella dottrina straniera i commenti di D.A. ZETSZSCHE e J. WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, in *EBI – Working Paper Series*, 2021, n. 92, 20 ss., e R. PRIEM, *A DLT pilot regime: introducing a new type of financial market infrastructure*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 30, n. 3, 2022, 371 ss., mentre in quella italiana di G. AMATO e R. BENVENUTO, *Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato*, *indiritto bancario.it*, 8 luglio 2022.

³⁹ In questo senso v. l'Audizione del Commissario della Consob P. CIOCCA alla VI Commissione Finanze su “Pacchetto Finanza Digitale”, dell'8 giugno 2021, reperibile in *www.consob.it*, dove espressamente si dice che: «Occorre quindi introdurre al più presto un nuovo quadro normativo che, modificando il codice civile ed il TUF, preveda uno specifico regime per l'emissione e circolazione dei titoli in forma digitale. Questo tassello nazionale è una *conditio sine qua non* per costruire un mercato attrattivo e affidabile. L'inerzia in questo contesto non è un'opzione: senza un'adeguata e tempestiva cornice giuridica verremmo relegati a mero mercato di

Dopo l'emanazione del Regolamento (UE) 2022/858 è risultato subito evidente che la sua introduzione avrebbe incontrato un ostacolo insormontabile nel nostro sistema normativo⁴⁰ e, precisamente, nel fatto che il regime di forma e circolazione delle azioni quotate, tipizzato dal legislatore, prevede che le azioni ammesse alla negoziazione possono esistere solo in forma scritturale⁴¹ presso un depositario centrale e che la circolazione dematerializzata è necessariamente intermediata da più figure soggettive (il depositario centrale – *Central Securities Depository* – e gli intermediari). L'art. 83-*quater* TUF, al comma 1, stabilisce che il trasferimento degli strumenti finanziari soggetti alla sua disciplina, così come l'esercizio dei relativi diritti patrimoniali, può avvenire solo tramite gli intermediari.

L'introduzione di un regime di circolazione basato sulle tecnologie a registro distribuito rappresenta, invece, una vera rivoluzione dei mercati finanziari in quanto queste tecnologie consentono lo scambio diretto di strumenti digitali tra le parti, anche tra soggetti sconosciuti e senza una

sbocco, senza fruire dei benefici del nuovo sistema. Ed il tempo di questi nuovi mercati è dettato dall'effetto rete e dalle dinamiche di piattaforma, che quindi conducono – soprattutto per le nuove infrastrutture – alla veloce nascita di monopoli naturali. Il vantaggio per i *first mover* è determinante»; si veda ulteriormente nello stesso senso Piano strategico 2022-24 della Consob, in www.consob.it, 2, 3, 14, ove si fa riferimento ad una propria proposta normativa per introdurre nella legislazione nazionale regole di utilizzo della *DLT* nella emissione e circolazione di *security tokens* alternative alle emissioni in forma cartolare e in gestione accentrata.

⁴⁰ Cfr. R. FAVA, *La nuova forma di "incorporazione" digitale degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 126 e 127. Cfr. anche N. DE LUCA e M. DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie "nativa"*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2023, 102, i quali riconoscendo i vantaggi che potrebbero derivare dall'applicazione della tecnologia *DLT* al *post-trading*, affermano che « non pare allo stato possibile soddisfare il precetto dell'art. 83-*bis* TUF attraverso la creazione di una rete *blockchain* e l'emissione di *tokens* rappresentativi di azioni dematerializzate. Il sistema attuale è infatti per legge imperniato sulla gestione accentrata: centralizzazione che, come è stato evidenziato, verrebbe di fatto superata con la tecnologia *DLT*, atta a privare di funzione non solo gli intermediari, bensì anche il depositario e le controparti centrali, se non addirittura a rimpiazzare l'intero attuale sistema di *trading* e *post-trading* ».

⁴¹ Sull'obbligo di documentazione scritturale degli strumenti finanziari quotati diffusi cfr. M. CIAN, *Sub art. 83-bis*, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 3719, secondo cui sarebbe nulla, o meglio inefficace, la clausola statutaria che *ex art. 2346 c.c.* prevedesse la non emissione e la semplice annotazione nel libro soci delle azioni quotate.

relazione fiduciaria, senza la necessità di entità centralizzate, in modo continuo e, soprattutto, senza la necessità di intermediazione⁴².

Se dal punto di vista logico e concettuale non sembra esservi differenza tra la forma di emissione e circolazione dei titoli dematerializzati e quella degli strumenti finanziari basati su *DLT*, poiché in entrambi i casi il titolo non viene emesso in forma cartacea e circola sulla base di un sistema di registrazioni, da un punto di vista normativo, invece, non potevano essere considerate compatibili con il *DLT Pilot Regime* le regole degli strumenti finanziari dematerializzati *ex* articolo 83-*bis* TUF⁴³, in quanto la registrazione su un'infrastruttura di mercato basata su *DLT* non può essere assimilata alle registrazioni scritturali sui conti dei depositari centrali e degli intermediari, come previsto dall'articolo 83-*quater* del TUF⁴⁴.

Il decreto *Fintech* non solo ha risposto all'esigenza, imposta dal regolamento *Pilot*, di adottare una disciplina applicabile alle infrastrutture di mercato *DLT*, ma ha introdotto una regolamentazione più completa ed organica, capace di presidiare il delicatissimo ruolo di affidabilità nella emissione, rappresentazione, circolazione e legittimazione di strumenti finanziari *DLT*.

Pur potendosi oggi evidenziare alcune difficoltà di coordinamento nell'ambito dell'ordinamento finanziario tra le nozioni di “strumento finanziario”, di “strumento finanziario *DLT*” e di strumento finanziario digitale”, nonché alcune lacune di disciplina⁴⁵, il decreto *Fintech* offre un quadro giuridico corretto ed esaustivo del fenomeno, nella consapevolezza di quanto sia velleitario ambire a disciplinare la tecnologia *DLT* poiché è per sua natura mutevole, variegata e plurale.

⁴² E. NOBLE, *Crypto-Assets, Distributed Ledger Technologies and Disintermediation in Finance: Overcoming Impediments to Scaling: A View from the EU*, Springer International Publishing, 2021, 200.

⁴³ Sul punto cfr. N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 101, che sottolinea come il sistema attuale di dematerializzazione sia per legge imperniato sulla gestione accentrata che verrebbe di fatto superata con la tecnologia *DLT*, atta a privare di funzione non solo gli intermediari, ma anche il depositario e le controparti centrali.

⁴⁴ In questo senso, v. N. DE LUCA e M. DE MARI, *cit.*, 111.

⁴⁵ Pare infatti mancare, ad esempio, una più articolata disciplina di coordinamento con la fase di custodia da parte dei *digital wallet*, così come la previsione di un esplicito regime di segregazione degli strumenti finanziari digitali detenuti (registrati) per conto dei “soggetti a favore dei quali è effettuata la registrazione”.

Il legislatore italiano, tra i vari modelli regolatori che avrebbe potuto adottare (di diritto civilistico, societario ovvero di diritto finanziario; o ancora di intervento *ex ante* o *ex post*), con il decreto Fintech ha preferito ad una disciplina di dettaglio della infrastruttura giuridico-tecnologica un intervento regolamentare avente ad oggetto la *governance* del sistema *DLT* o, per meglio dire, “dei nuovi intermediari” che su quella infrastruttura si muovono a vario titolo, fissando i paletti a cui devono attenersi le infrastrutture tecnologiche che, di volta in volta e caso per caso, vengono adottate dagli emittenti o dai responsabili dei registri. Certamente la verifica che la Consob è chiamata ad effettuare, ai sensi dell’art. 20 del decreto Fintech, è impegnativa dal momento che bisogna valutare se soluzioni tecnologiche complesse siano conformi ed adeguate rispetto agli effetti giuridici che da esse dovrebbero prodursi. Si tratta di una verifica da effettuare caso per caso per ogni infrastruttura sottoposta a valutazione, ciascuna delle quali può essere caratterizzata da modelli operativi e funzionali, da algoritmi, protocolli informatici/crittografici, *smart contracts* e modelli di *digital wallet* anche molto diversi tra loro e non, come avvenuto a suo tempo per il sistema della dematerializzazione, con riguardo ad un unico standard tecnologico/normativo preventivamente validato e poi imposto *ex lege*. E in tal senso appare più che opportuna la possibilità di fare ricorso, da parte della Consob, a revisori indipendenti, a spese del soggetto istante, per effettuare la suddetta verifica, di cui all’art. 20 del decreto.

3. Il decreto Fintech e il nuovo sistema di gestione degli strumenti finanziari fondato sulla tecnologia a registro distribuito

Il decreto *Fintech*, in estrema sintesi, ha introdotto una nuova disciplina concernente l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali, ovvero mediante rappresentazioni digitali di informazioni registrate su *database* basati sulla tecnologia a registro distribuito.

Il passaggio alla dimensione digitale mediante “scritture su un registro per la circolazione digitale” risulta per certi aspetti analogo al passaggio dalla dimensione cartolare tradizionale a quella dematerializzata, avvenuto nel nostro ordinamento sul finire degli anni Novanta del secolo scorso ad opera del d.lgs. 213/1998 (c.d. Decreto

Euro)⁴⁶. Si tratta di un passaggio decisivo, che apre le porte alla possibilità, fino ad ora preclusa nel nostro ordinamento, di “tokenizzare” su *DLT* gli strumenti finanziari⁴⁷.

Il decreto *Fintech* non specifica la natura e la fonte della disciplina che andrà a regolare la specifica emissione di strumenti finanziari digitali, disciplina che appare di natura contrattuale. Il decreto *Fintech* si limita a prevedere la necessità che venga redatto e reso pubblico, da parte del responsabile del registro, un documento che contenga le informazioni relative alle modalità operative del registro e ai dispositivi di tutela della sua operatività. Sarebbe stato forse più opportuno sancire esplicitamente la natura contrattuale e – ove applicabile – statutaria⁴⁸ di tale disciplina, prevedendo espressamente che oggetto di istruttoria ai

⁴⁶ In questo senso N. DE LUCA e M. DE MARI, cit., 112; v. anche P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 493, il quale conviene che il passaggio alla tecnologia *DLT* risulterebbe meno impegnativo dal punto di vista concettuale rispetto a quello operato in passato tra la dimensione cartolare e quella dematerializzata. L'intervento legislativo del 1998 ha consentito di sostituire l'emissione e la circolazione del documento cartaceo con un'emissione e una circolazione effettuate tramite sistemi elettronici di scritturazione contabile. La disciplina prevista dal Titolo V (art. 28-38) del c.d. decreto Euro dettata con riferimento agli strumenti finanziari dematerializzati e alle relative registrazioni contabili elettroniche ha consentito la produzione di effetti equivalenti a quelli previsti dalla disciplina codicistica dei titoli di credito nell'ambito della gestione accentrata. Il Titolo V (art. 28-38) è stato abrogato dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 “Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate”, che ha poi inserito la relativa disciplina nel titolo II, della parte III del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dagli artt. 79-*quater* e ss. La disciplina sulla dematerializzazione prevede l'accensione presso l'intermediario di conti separati per ciascun titolare di strumenti finanziari dematerializzati con registrazione degli atti aventi ad oggetto gli strumenti nei medesimi conti. Alla registrazione sono ricollegati effetti giuridici paragonabili a quelli propri del possesso dei titoli di credito: in particolare, essa attribuisce al titolare degli strumenti finanziari la legittimazione all'esercizio dei relativi diritti, nonché al compimento di atti di disposizione (art. 83 *quinquies*, comma 1, del TUF). A seguito dell'avvenuta scritturazione nel registro, il soggetto in favore del quale è stata effettuata acquista la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali che ne sono oggetto, secondo la disciplina propria di essi e delle disposizioni del decreto in esame.

⁴⁷ Cfr. R. FAVA, cit., p. 129 e 130.

⁴⁸ Negli articoli 14 e 15 del decreto *Fintech* ci si limita a richiamare la necessità di un'apposita disposizione statutaria esclusivamente in merito alla “strategia di transizione” e al “mutamento del regime di forma e circolazione”.

sensi dell'art. 20 dovesse essere anche la complessiva intelaiatura negoziale e statutaria che si intenda adottare da parte dall'emittente/responsabile del registro.

Il decreto *Fintech*, disciplinando i cosiddetti strumenti finanziari digitali, solleva la questione se “la forma digitale” attenga alla nozione di strumento finanziario o unicamente all'emissione e alla circolazione degli strumenti finanziari. È stato osservato che la tecnologia *DLT* abbia accresciuto la tassonomia degli strumenti finanziari con una nuova forma, quella digitale, che si affianca a quella cartolare e a quella della dematerializzazione⁴⁹. La forma digitale si pone, cioè, come ulteriore sistema di gestione alternativo al sistema cartolare e al sistema di gestione dematerializzata⁵⁰.

Nella loro alternatività le forme di gestione rispondono a differenti esigenze di tutela. In passato, mentre il sistema cartolare ha inteso facilitare la circolazione della ricchezza nelle dinamiche di rapporti bilaterali⁵¹, il regime di dematerializzazione ha inteso presidiare gli interessi collettivi del risparmio e della provvista di capitale delle imprese, nonché degli intermediari finanziari⁵².

Attualmente, il processo di digitalizzazione degli strumenti finanziari amplia la platea degli investitori e consente una mobilitazione della ricchezza più rapida, facendo emergere nuove esigenze di tutela di fronte alle quali i presidi tradizionali appaiono inadeguati per

⁴⁹ M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 6, 641 ss.

⁵⁰ In questo senso G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 13 ss., secondo cui «non si deve commettere l'errore di considerare i *token* e le *Distributed Ledger Technology (DLT)* come fenomeni eversivi degli istituti giuridici consolidati; il profilo di novità che lo sviluppo di tali tecnologie offre consiste semmai in una inedita forma di rappresentazione e circolazione di posizioni giuridiche soggettive note»; in altri termini, «il *token* altro non è che un veicolo digitale che consente l'incorporazione di determinati diritti, permettendone la circolazione semplificata e garantita tramite l'infrastruttura *blockchain*».

⁵¹ P. SPADA, *La circolazione della “ricchezza assente” alla fine del Millennio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, 408; M. COSSU e P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 408.

⁵² M. CIAN, *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 11 ss.

l'emersione di innovative modalità di intermediazione e di compromissione di interessi⁵³.

Del resto, va evidenziato che le forme alternative di gestione non sono riconducibili entro una categoria unitaria, quella dei titoli di credito, sebbene presentino caratteri somiglianti⁵⁴. E infatti le specifiche caratteristiche e modalità di funzionamento dei diversi sistemi di gestione non consentono una loro speculare sovrapposizione né favoriscono un intervento meramente correttivo delle disposizioni del codice civile e del TUF.

Le differenti tecniche di gestione incidono sulla legittimazione dei titolari degli strumenti finanziari ad esercitare i relativi diritti tanto da prefigurare il superamento della neutralità dei sistemi di gestione, ovvero dell'equivalenza funzionale delle tecniche di gestione esistenti con le regole proprie della tecnologia a registro distribuito⁵⁵.

Fino ad ora i meccanismi di legittimazione dei sistemi di gestione sono stati pressoché equivalenti, sempre mediati dalla documentazione cartacea: nel regime cartolare è prevista la consegna della *chartula* e la dimostrazione di una girata autenticata (art. 2355, comma 3, c.c.); nel regime dematerializzato, invece, è prevista l'attestazione dell'esibizione delle certificazioni e delle comunicazioni all'emittente,

⁵³ L. PICARDI, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 3 al n. 1, 2022, 40.

⁵⁴ Con riferimento al regime scritturale, introdotto con il d.lgs. 25 giugno 1998, n. 213, e all'impossibilità di qualificare il titolo azionario dematerializzato come titolo di credito si veda G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, 70 ss.

⁵⁵ Sul concetto di neutralità in virtù del quale i meccanismi di legittimazione del sistema di gestione accentrata sono funzionalmente equivalenti rispetto a quelli di legittimazione cartolare si vedano R. LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989, 89 ss.; C. ANGELICI, *La legittimazione dell'azionista nel sistema monte titoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, 254 ss.; M. SANGIORGIO, *Problemi e prospettive della dematerializzazione*, in *Riv. dir. impr.*, 1991, 74 ss.; F. MARTORANO, voce *Titoli credito: g) titoli di gestione accentrata (Monte Titoli)*, in *Enciclopedia del diritto*, XLIV, Milano, 1992, 651 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, 155 ss.

rispettivamente rilasciate o effettuate dagli intermediari (artt. 83-*quinquies* e *sexies* TUF)⁵⁶.

I registri distribuiti sembrerebbero superare definitivamente la mediazione dei meccanismi di legittimazione cartacea: con le registrazioni digitali il titolare riceve un'immediata legittimazione all'esercizio di tutti i diritti collegati alla titolarità di *security tokens*, senza alcuna intermediazione di altri operatori e senza esibizione di certificazioni (art. 5 decreto *Fintech*). Ciò avviene perché i registri digitali identificano in qualsiasi momento i soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, la specie e il numero degli strumenti

⁵⁶ Invero, già con il regime di dematerializzazione il legislatore avrebbe potuto superare la mediazione della documentazione cartacea. Si veda G. TROVATORE, *Sulla neutralità del sistema di gestione accentrata di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 353 e 354, il quale si chiede per quale motivo non sia stato disposto, nel regime della dematerializzazione, insieme con la decartolarizzazione del titolo azionario, anche la sostituzione con entità informatica del documento di legittimazione dell'esercizio dei diritti corporativi dal momento che la certificazione costituisce pur sempre un'entità materiale cartacea nella circolazione degli strumenti finanziari. Tuttavia, l'A. riconosce che la sostituzione della certificazione cartacea con un equivalente informatico avrebbe determinato nuovi costi a carico di emittenti e intermediari e non avrebbe fornito benefici ai soggetti interessati poiché non avrebbe potuto formare oggetto di atti di disposizione. Ad ogni modo, l'A. ritiene che il principio di neutralità del sistema di gestione accentrata rispetto al sistema di gestione cartolare sia stato messo in discussione per due ragioni: in primo luogo, con la dematerializzazione è venuta meno la funzione legittimante dell'intestazione nel libro dei soci; in secondo luogo, l'introduzione di norme regolamentari, con la previsione di segnalazione periodica all'emittente dei nominativi dei titolari di strumenti finanziari registrati nel conto dell'intermediario, a prescindere dall'esercizio effettivo dei diritti, sembra costituire un distinto obbligo informativo indipendente dalla legittimazione all'esercizio dei diritti corporativi. In argomento, si rinvia, altresì, a P. FERRO-LUZZI, *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione; partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2002, 488 ss., che giunge alla conclusione che il legislatore avrebbe perseguito, con l'introduzione del sistema di gestione accentrata, l'obiettivo della neutralità che, però, non avrebbe raggiunto. L'A. asserisce che il dato fondamentale dal quale può arguirsi che la neutralità del sistema di dematerializzazione sia stata scalfita è l'art. 32, comma 1, del d.lgs. n. 213/98 in base al quale «il titolare del conto ha legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati»: la formula legislativa adottata conferisce la legittimazione in base alla registrazione, nonché alla disciplina propria di ciascuno degli strumenti finanziari, evidenziando pertanto una cesura in termini di legittimazione tra sistema cartolare e sistema in regime di dematerializzazione.

finanziari digitali da ciascuno detenuti (art. 4 decreto *Fintech*). Tale identificabilità consente di ritenere compatibile il sistema di gestione *DLT* con il divieto normativo che esclude, con riferimento alle azioni, l'emissione di titoli al portatore (art. 1, comma 1, r.d.l. n. 1148/1941), assicurando la nominatività delle registrazioni⁵⁷.

Le movimentazioni digitali nel registro distribuito offrono una rappresentazione simultanea delle vicende organizzative riguardanti la compagine sociale⁵⁸. Con il decreto *Fintech* la legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali è determinata con riferimento alle registrazioni rilevate al termine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente (art. 7 decreto *Fintech*), così da limitare le situazioni nelle quali si verifica una dissociazione tra titolarità ed esercizio del diritto di intervento e di voto.

Obiettivo del decreto *Fintech* è tutelare in maniera uniforme beni giuridici primari, quali la fede pubblica nei fenomeni di circolazione della ricchezza; la funzionalità della *governance* delle imprese societarie emittenti e la correttezza e la trasparenza nel funzionamento dei mercati finanziari. In tal senso si giustifica il regime di "riserva di attività" (presidiato da un rigoroso apparato sanzionatorio) per l'istituzione e gestione dei "registri", oltre che l'imposizione di una

⁵⁷ L'art. 1, comma 1, r.d.l. n. 1148/1941 infatti rende di fatto inattuale la disposizione dell'art. 2354 c.c. che, pur ammettendo in linea generale l'emissione di titoli al portatore oltre che di titoli nominativi, fa salvo quanto stabilito dalle leggi speciali. Le uniche eccezioni all'emissione di azioni al portatore, attualmente previste, riguardano le azioni emesse dalle SICAV (art. 45, comma 4, TUF) e le azioni di risparmio (art. 145 e ss. TUF). Sulla capacità della tecnologia *DLT* di soddisfare le condizioni necessarie affinché possa essere trapiantata in questo nuovo ambiente la nominatività obbligatoria dei titoli azionari si veda A. LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in questa *Rivista*, I, 2023, 112.

⁵⁸A differenza di quanto accade con il meccanismo del c.d. *record date* per le società quotate, in forza delle quali la legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto sarebbero cristallizzate «al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea» (art. 83-*sexies*, comma 2, TUF). Sull'*empty voting* si vedano i contributi di N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 312 ss., e M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 59 ss.

nutrita serie di obblighi (artt. 13 e 23), di requisiti organizzativi e di *governance* (art. 24), nonché di responsabilità (art. 26) in capo al “responsabile del registro”.

Il decreto *Fintech* rappresenta un'importante pietra miliare nell'evoluzione del settore finanziario e non vi è dubbio che comporta una serie di benefici. In primo luogo, costituisce uno stimolo all'innovazione, in quanto fornisce un ambiente regolatorio favorevole, che incoraggia le imprese a sviluppare e ad adottare tecnologie innovative nel settore finanziario. In secondo luogo, può migliorare l'efficienza operativa delle istituzioni finanziarie, riducendo i costi e accelerando i processi. Ancora, promuovendo l'innovazione e riducendo le barriere all'ingresso, il decreto favorisce un maggiore accesso ai servizi finanziari per i consumatori e le imprese. Infine, contribuisce a rendere il settore finanziario nazionale più competitivo a livello globale, ad attrarre investimenti e a promuovere la crescita economica.

4. *I tratti peculiari del regolamento MiCA: luci e ombre*

Volgendo lo sguardo alla disciplina dettata dal *MiCAR*, avendone chiarito solo il suo ambito di intervento, va innanzitutto osservato che esso conferma una serie di definizioni che, pertanto, si consolidano:

- in primo luogo, quella di cripto attività (nell'art. 3, comma 1.5 *MiCAR*), quale rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica;

- in secondo luogo, quella di *utility token* (nell'art. 3, comma 1. 9 *MiCAR*), quale tipo di cripto-attività destinata unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente⁵⁹.

La disciplina dettata dal *MiCAR*, che, come già precisato, si occupa di cripto-attività private non finanziarie, si focalizza su due differenti ambiti: quello dei *token* collegati ad attività (*ARTs*) e dei *token* di moneta elettronica (*EMTs*), da una parte, e quello dei *token* diversi dagli *Arts* e dagli *EMTs* (tra cui gli *utility token*), dall'altro.

⁵⁹ Questa definizione lascia aperta una delicata problematica concettuale, vale a dire il ricorso a tale categoria di *token* per il finanziamento di progetti imprenditoriali, al fine di sottrarsi alla disciplina molto più articolata e impattante che si applicherebbe nel caso in cui tali *token* fossero qualificabili come *security token*.

Tali cripto-attività esibiscono dei paradigmi causali tra loro diversi, riconducibili, essenzialmente, alla disponibilità o al godimento di beni o servizi, nel caso degli *utility token*, e alla funzione di pagamento, nel caso degli *ARTs* e degli *EMTs*.

L'ambito di intervento del *MiCAR* concerne "l'emissione", "l'offerta al pubblico" e "l'ammissione alla negoziazione" delle suddette tipologie di cripto-attività, nonché la prestazione di servizi ad esse connesse da parte di qualsiasi soggetto nel territorio dell'Unione⁶⁰.

Con riferimento agli *utility token*, il *MiCAR* si limita a garantire la trasparenza informativa, incentrandosi sui presidi informativi da adottare in sede di offerta al pubblico e di *marketing*. Sono poi previsti requisiti minimi in capo all'emittente, che deve essere una persona giuridica e deve attenersi ad alcune norme comportamentali di correttezza, professionalità, prevenzione dei conflitti di interesse, parità di trattamento. Non è previsto, dunque, un regime autorizzativo preventivo, né un regime di vigilanza continuativo. Tutto ruota attorno alla pubblicazione del *White Paper*⁶¹, che deve avere determinati

⁶⁰ In particolare, il regolamento *MiCAR* si propone di disciplinare:

- i requisiti di trasparenza e pubblicità in relazione all'emissione, offerta al pubblico e ammissione alla negoziazione (su una piattaforma di negoziazione per cripto-attività) dei *tokens* qui considerati;
- il regime "autorizzativo" e di vigilanza sui prestatori di servizi e sugli emittenti di "*token* collegati ad attività" e "*token* di moneta elettronica" (non anche, quindi, degli altri *token* interessati, come gli *utility token*);
- i requisiti operativi, organizzativi e di *governance* in relazione agli emittenti dei "*token* collegati ad attività" e "*token* di moneta elettronica" (anche qui, non anche in relazione agli altri *token* interessati, cioè essenzialmente gli *utility token*) e ai prestatori di servizi;
- il regime di protezione dei clienti e possessori in relazione all'emissione, negoziazione e custodia dei *crypto-assets*;
- le misure volte a prevenire fenomeni di *market abuse* e ad assicurare l'integrità dei mercati in cui vengono negoziati i *crypto-assets*.

⁶¹ Il *White Paper* è un documento che deve contenere un esaustivo set di informazioni quali: la descrizione dettagliata dell'emittente e del progetto, del tipo di cripto-attività che sarà offerto al pubblico o di cui si chiede l'ammissione alla negoziazione, delle caratteristiche dell'offerta al pubblico, dei diritti e degli obblighi connessi alle cripto-attività e delle procedure e condizioni per l'esercizio di tali diritti; informazioni sulla tecnologia e gli standard sottostanti applicati dall'emittente delle cripto-attività che consentono la detenzione, la conservazione e il trasferimento di tali cripto-attività.

contenuti, e al rispetto di regole da seguire. Non è previsto neppure un visto preventivo del *White Paper* e delle comunicazioni di marketing da parte dell'autorità di vigilanza preposta, ma una mera notifica del documento e poi una specifica responsabilità disciplinata nell'art. 15. Da questo punto di vista, il regolamento pare pienamente rispettoso e coerente con il modello operativo e tecnico oggi tipico di ogni *ICO* (*Inizial Coin Offering*, vale a dire una modalità di raccolta del capitale attraverso l'utilizzo della *blockchain*) e della sua natura disintermediata, che vede un'attività di offerta/collocamento svolta ad opera dell'emittente in via diretta senza l'intervento di alcun altro soggetto.

Il punto di debolezza del *MiCAR*, con riferimento agli *utility token*, risulta la mancanza di una qualsiasi verifica o istruttoria preventiva circa l'affidabilità tecnologica dell'infrastruttura utilizzata dall'emittente, diversamente dal decreto *Fintech*. E sebbene nell'ambito del *MiCAR*, che non attiene ai *security token*, risultano meno evidenti le esigenze di tutela della fede pubblica, del risparmio e della corretta *governance* delle imprese societarie, non vi è dubbio che la normativa *de qua* sia lacunosa con riguardo alle esigenze di tutela dei consumatori e degli investitori⁶². Sarebbe stato opportuno che il *MiCAR* imponesse almeno il ricorso a degli “sponsor tecnologici”⁶³ accreditati a cui affidare la funzione di validare e certificare i protocolli tecnologici adottati, sulla base degli standard di settore e delle *best practices* osservabili sul mercato.

Inoltre, il *White Paper* sulle cripto-attività contiene una dichiarazione chiara e inequivocabile che le cripto-attività possono perdere tutto il loro valore; che possono non essere sempre trasferibili; non essere liquide e, nel caso di offerta al pubblico che ha come oggetto *utility token*, che tali *token* possono non essere scambiabili con il bene o servizio promesso nel *White Paper* sulle cripto-attività.

⁶² Peraltro, la problematica pare ben presente al legislatore europeo: v. Il considerando n. 4 della Proposta *Pilot Regime*, dove può leggersi come “*regulatory gaps exist due to legal, technological and operational specificities related to the use of DLT and crypto-assets that qualify as financial instruments. For instance, there are no transparency, reliability and safety requirements imposed on the protocols and smart contracts underpinning crypto-assets that qualify as financial instruments. The underlying technology could also pose some novel forms of cyber risks that are not appropriately addressed by existing rules*”.

⁶³ Per l'approfondimento di queste opzioni, v. P. CARRIERE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, cit., 71.

Occorre peraltro sottolineare come la marcata tecnicità del fenomeno imporrà il ricorso, da parte di qualunque emittente/offrente intenzionato a progettare una *ICO* (*Inizial Coin Offering*- vale a dire una modalità di raccolta del capitale attraverso l'utilizzo della *blockchain*) ad operatori specializzati: i prestatori di servizi per cripto-attività, sottoposti, invece, ad un articolato regime autorizzativo e di vigilanza⁶⁴.

Un altro aspetto da sottolineare è che la disciplina dettata dal *MiCAR* è concentrata sulla completezza e correttezza informativa della documentazione richiesta, senza investire il contenuto del progetto sottostante. In realtà, la scelta che era stata prefigurata dalla Consob era diversa: pur evidenziandosi che il focus della disciplina dovesse essere la trasparenza informativa del *White Paper*, il Rapporto finale chiariva che spettava ai gestori delle piattaforme verificare la validità delle operazioni proposte, anche in considerazione della tipologia degli investitori cui le offerte si rivolgono: verifiche, queste, da dettagliare con misure di secondo livello, ma non vi è dubbio che trattasi di un ambito non facile da regolamentare.

Diverso è il regime previsto dal *MiCAR* per i “*token* collegati ad attività” e per i “*token* di moneta elettronica”. In questo caso, infatti è disegnato un vero e proprio (e articolato) regime “autorizzativo”, sottoposto alla preventiva valutazione dell'autorità competente nello Stato membro, oltre ad un dettagliato regime di vigilanza di tipo continuativo. Sono poi previsti rigidi e dettagliati requisiti operativi, organizzativi, prudenziali e di *governance*, così come è prevista una procedura “autorizzativa” per operazioni di acquisizione che avessero ad oggetto tali “emittenti”.

Anche la disciplina dei “prestatori di servizi per cripto-attività” è improntata ad un articolato regime “autorizzativo”. La prestazione di tali servizi nel territorio dell'Unione è, infatti, riservata solo a “una persona giuridica o a un'altra impresa autorizzata” (oltre a un ente creditizio, un depositario centrale di titoli, un'impresa di investimento, un gestore del mercato, un istituto di moneta elettronica, una società di gestione di un organismo di investimento collettivo in valori mobiliari o un gestore di un fondo di investimento alternativo autorizzato a

⁶⁴ Cfr. P. Carrière, *Decreto Fintech e MiCAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *dirittobancario.it*, maggio 2023.

prestare servizi per le cripto-attività), che abbia sede legale in uno Stato membro in cui presta almeno parte dei suoi servizi, oltre alla sede di direzione effettiva nell'Unione e purché almeno uno degli amministratori sia residente nell'Unione⁶⁵.

Sono poi previsti articolati e dettagliati obblighi comportamentali generali di correttezza, onestà e professionalità; requisiti prudenziali; presidi organizzativi e informativi; regole di prevenzione e gestione dei conflitti di interessi; regole sull'esternalizzazione di funzioni e sulla gestione dei reclami. I singoli servizi sono poi disciplinati con un pacchetto di norme *ad hoc* sostanzialmente ritagliato su quello applicabile ad analoghi “servizi di investimento”. Particolare attenzione viene riservata all'attività di “custodia” e “amministrazione” dei *tokens* e dei fondi di pertinenza della clientela.

5. Conclusioni

Alla luce della disamina tracciata, la disciplina dei *security token* contenuta nel decreto *Fintech* appare più lacunosa rispetto alla disciplina del *MiCAR* per le cripto-attività ivi considerate. Per colmare tali lacune non pare sufficiente la mera equiparazione tra “strumenti finanziari” e “strumenti finanziari *DLT*” ai sensi dell'art. 18 del Regolamento *Pilot* e dell'art. 31 del decreto *Fintech*, che dovrebbe rendere applicabile agli strumenti finanziari *DLT* la disciplina MIFID e TUF. Tale disciplina, da un lato, omette di considerare le specificità, le problematiche e le esigenze di tutela connesse al contenuto tecnologico *DLT*, e, dall'altro lato, lascia scoperte e non disciplinate intere aree di attività aventi ad oggetto *strumenti finanziari DLT*.

Si può poi osservare che la disciplina dettata dal *Fintech* sulla emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali, prevedendo, giustamente, una serie di barriere (tecnologiche, giuridiche, organizzative) per la predisposizione di un registro che possa consentire l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali, lascia presagire un fenomeno di concentrazione di tale operatività in capo a pochi operatori, di natura professionale (presumibilmente bancaria o già svolgenti funzioni di depositari centrali), capaci di sviluppare e gestire una tale complessa infrastruttura tecnologica secondo modelli

⁶⁵ Vedi art. 59, comma 2, *MiCAR*.

che tenderanno, dunque, ad imporsi come *standard* di mercato, a cui ricorreranno gli emittenti. Nonostante il lodevole intento del legislatore di aprire ad una vasta gamma di soggetti il ruolo di "responsabili del registro", sembra difficile immaginare, almeno in questa fase, un ampio ricorso da parte di diversi operatori a questa evoluzione *fintech* e, ancor meno, il ricorso autonomo da parte degli emittenti (benché rientrino tra i soggetti ammessi, sia pure limitatamente alle proprie emissioni).

Volgendo lo sguardo al regolamento *MiCA*, va evidenziato che esso non disciplina la finanza decentralizzata (non si applica ai *bitcoin* e alle criptovalute simili): l'applicazione del *MiCAR* è esclusa esplicitamente quando non sia individuabile un emittente da identificare e sottoporre a regolamentazione. È allora auspicabile un intervento del legislatore euro-unitario di regolamentazione della finanza decentralizzata, per la quale non sono ancora stati ideati appropriati strumenti di controllo e di tutela, considerata l'inadeguatezza della tradizionale regolazione finanziaria. In mancanza di una normativa *ad hoc* dovranno continuare ad essere applicate, ove possibile, le disposizioni esistenti, riconducendo il fenomeno *bitcoin* ora nell'ambito della prestazione dei servizi di pagamento ora nell'ambito della prestazione dei servizi finanziari.

Infine, sebbene il *MiCAR* insista più volte, come già precisato, sul fatto che le cripto-attività non possano essere strumenti finanziari, rimarcando la circostanza che oggetto della disciplina *MiCAR* sono le sole cripto-attività non rientranti nella vigente legislazione dell'Ue in materia di mercati e servizi finanziari, non vi è in realtà una chiara distinzione tra le cripto-attività *MiCAR* e gli strumenti finanziari. Si rimette infatti agli stessi emittenti di attestare la circostanza che le cripto-attività da loro emesse non abbiano le caratteristiche di uno strumento finanziario⁶⁶ e ciò perché non sono evidentemente chiari i

⁶⁶ Attesa l'attitudine (e il rischio) delle cripto-attività *MiCAR* a soddisfare esigenze non solo di pagamento o funzionali alla raccolta di capitali, ma anche di investimento finanziario, si chiede agli stessi emittenti di attestare la *non finanziarietà* delle cripto-attività. Si domanda, infatti, agli emittenti di cripto-attività diverse dagli *ARTs* e dagli *EMTs* di presentare unitamente alla notificazione del *white paper* anche una "dichiarazione" relativa al fatto che la cripto-attività offerta non può essere considerata uno strumento finanziario (ossia una cripto-attività non disciplinata dalla presente regolamentazione), oltreché un *token* di moneta elettronica o un *token* collegato ad attività (art. 8, comma 4, *MiCAR*). L'art. 18, comma 2, lett. e) *MiCAR* stabilisce, a sua volta, che la domanda di autorizzazione degli emittenti *ARTs* debba

requisiti per classificare una cripto-attività come strumento finanziario o non finanziario⁶⁷.

essere corredata da un “parere giuridico” che escluda l’assimilabilità dei medesimi nell’ambito delle cripto-attività non disciplinate dalla presente regolamentazione (ossia strumenti finanziari), oltretché dei *tokens* di moneta elettronica. La dichiarazione circa la mancata qualificazione della cripto-attività emessa o offerta in termini di strumento finanziario è rimessa dunque all’emittente.

⁶⁷ Tanto è vero che, nonostante la nuova nozione di strumento finanziario emesso su *DLT*, si sente la necessità di affidare all’ESMA l’incarico di pubblicare orientamenti “*su criteri e condizioni per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari [...] e di attribuire agli offerenti e a chi chiede l’ammissione alle negoziazioni la principale responsabilità circa la corretta qualificazione dei cripto-assets*” (cons. 14 *MiCAR*). Il che, verosimilmente, dipende dalla stessa nozione comunitaria e nazionale di “strumento finanziario”, di difficile definizione, che, – fatta eccezione per i titoli esemplificativamente riportati nell’elenco normativo All. n. 1, Sez. C, Direttiva n. 2014/65 *MiFID2* – discende dalla valutazione svolta, in relazione al singolo caso, con riferimento alle specifiche caratteristiche dei “valori” interessati che incidono sulla loro “negoziabilità” nel mercato dei capitali. Anche la BCE (Parere del 19 febbraio 2021 sulla Proposta *MiCAR*) auspica maggiore chiarezza per quanto riguarda la distinzione tra le cripto-attività che possono essere qualificate come strumenti finanziari (rientranti nell’ambito *MiFID*) e quelle che rientrano nell’ambito di applicazione del *MiCAR* (punto 1.4).

Le moderne tecniche di *credit scoring* tra GDPR, disciplina di settore e *AI Act* *

SOMMARIO: 1. Autonomia contrattuale e impresa bancaria. – 2. GDPR e attività bancaria: premessa. – 3. Sistemi di valutazione del merito creditizio tradizionali e innovativi. – 4. Sistemi di valutazione del merito creditizio e disciplina sul trattamento dei dati personali. – 5. L'insufficienza della disciplina sul trattamento dei dati personali in relazione ai nuovi sistemi di *credit scoring*. – 6. La necessità di una disciplina sul *credit scoring* ai fini della *compliance* con il GDPR. – 7. La regolazione del fenomeno nella Direttiva sul credito al consumo (CCD II) e nel nuovo Regolamento UE sull'intelligenza artificiale: il superamento di alcuni problemi lasciati aperti dal GDPR.

1. Autonomia contrattuale e impresa bancaria.

La *liaison* tra autonomia contrattuale e iniziativa economica privata¹ e, in particolare, tra impresa e contratto, che consegue alla strumentalità del contratto all'impresa, implica la permeabilità del primo alle esigenze della seconda. Con riguardo all'attività bancaria l'interrelazione appare del resto palesata, anche dal punto di vista pratico, dalla non remota crisi dei mercati finanziari che affonda le proprie radici nell'inappropriatezza dei contratti in cui si è suddiviso il

* Pur essendo il presente contributo frutto della riflessione comune dei due autori, i paragrafi vanno così imputati: a Paolo Gaggero il § 1; a Calogero Alberto Valenza i §§ da 2 a 7.

¹ Le collega, a es., A. ZOPPINI, *Autonomia contrattuale, regolazione del mercato, diritto della concorrenza*, in *Contratto e antitrust*, G. OLIVIERI e A. ZOPPINI (a cura di), Bari-Roma, 2008, 3 ss., e in *Obbligazioni. II. Il contratto in generale*, in *Diritto civile*, N. Lipari e P. Rescigno (diretto da), A. Zoppini (coordinato da), vol. III, t. II, Milano, 2009, 55 ss., per il quale la concorrenza è la manifestazione del pluralismo dell'iniziativa economica privata che si serve dell'autonomia contrattuale che ne è alle origini. Cfr. G. ALPA, *Vendite al consumatore e controllo dei contratti standard nella disciplina del Supply of Good (Implied Term) Act del 1973*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, 283 ss., F. GALGANO, *I contratti d'impresa, i titoli di credito, il fallimento*, Bologna, 1980, 1, e G. CIAN, *Diritto civile e commerciale oltre il sistema dei codici*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 523 ss., e ID., *Contratti civili, contratti commerciali e contratti d'impresa: valore semantico-ermeneutico delle classificazioni*, *ivi*, 2004, I, 849 ss.

corno dell'attività bancaria consistente nell'erogazione del credito². La vicenda è conseguenza, soprattutto, d'una degenerazione dell'impresa bancaria³ consistita nell'esercizio di quella sua componente rappresentata dall'erogazione in modo svincolato dalla rigorosa valutazione del rischio di credito⁴, con particolare riguardo al merito creditizio del sovenuto che ne esprime la solvibilità e consiste nell'attitudine alla restituzione del finanziamento oltre che al pagamento degli interessi⁵.

Sotto quest'ultimo profilo, la c.d. crisi del mercato dei mutui *subprime* è la risultante della migrazione dal modello tradizionale di esercizio dell'attività bancaria verso altri con accentuata caratterizzazione finanziaria. Si allude all'allontanamento dal prototipo classico "*originate-to-hold*" che conserva il credito e il rischio di

² Si allude alla crisi innescata dall'insolvenza di Lehman Brothers Holdings Inc. Sulla vicenda, nell'estesa letteratura, si possono confrontare R.A. POSNER, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge (Mass.)-London, 2010, anche nella trad. it. a cura di M. Cupellaro, *La crisi della democrazia capitalista*, Milano, 2014; J.E. STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010, anche nella trad. it. a cura di D. Cavallini, *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2014; e D. FABER e N. VERMUNT (eds.), *Bank Failure: Lessons from Lehman Brothers*, Oxford, 2017.

³ La ricerca può muovere dall'acuta analisi di F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2010.

⁴ Si allude non solo al rischio di insolvenza (nel quale talora si esaurisce la nozione di rischio di credito: così, ad es., A. MALINCONICO, *Rischio di credito e modern portfolio theory. Modelli innovativi per la gestione dei prestiti*, Milano, 2000), ma anche a quello di una variazione negativa inattesa del merito creditizio del sovenuto, ossia al rischio di migrazione verso una classe di debitori di minore affidabilità, a cui corrisponde una diversa, peggiorativa valutazione del valore del credito e l'inadeguatezza del tasso di interesse (il c.d. rischio di *spread* rispetto al parametro variabile di riferimento) così come originariamente convenuto siccome non più adeguatamente remunerativo del rischio di credito implicato dall'operazione di finanziamento nel suo divenire (cfr. A. SIRONI, *La misurazione e la gestione del rischio di credito: approcci alternativi, obiettivi e applicazioni*, in *La gestione del rischio di credito*, P. SAVONA e A. SIRONI (a cura di), Roma, 2000, 1 ss.).

⁵ *Amplius*, sul tema, M. ONADO, *La gestione del rischio di credito nelle banche europee*, Milano, 1995; A. RESTI e A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, 2008; e i volumi collettanei, *Banca, credito e rischi. Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, M. COMANA (a cura di), Roma, 2010, e *La misurazione e la gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti, politiche*, A. SIRONI e M. MARSELLA (a cura di), Milano, 1998.

credito in capo al finanziatore⁶; e al passaggio alla differente pratica “*originate-to-distribute*” caratterizzata dalla dislocazione del credito presso soggetti altri dal sovventore⁷. Quest’ultima è informata all’aspettativa di un miglioramento della *performance* reddituale dell’impresa bancaria⁸, ma al prezzo dell’affrancamento delle banche dalla fondamentale funzione economica di selettore di debitori affidabili⁹. In questa prospettiva si possono leggere le disposizioni (così l’art. 116-*bis* t.u.b.¹⁰ e l’art 8 della direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, 23 aprile 2008, n. 2008/48/CE¹¹, attuato

⁶ Ciò induce alla – e si manifesta nella – cura prestata dal finanziatore nella valutazione *ex ante* del merito creditizio: v., a es., D. DIAMOND e P. DYBVIK, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *J. of Political Ec.*, 91, 1983, 401 ss.; e B. HOLMSTROM e J. TIROLE, *Private and Public Supply of Liquidity*, *ivi*, 106, 1998, 1 ss.

⁷ Cfr., tra gli altri, G. GORTON e G. PENACCHI, *Banks and loan sales: Marketing nonmarketable assets*, in *J. of Monetary Economics*, 35, 1995, 389 ss.; e J. STEIN, *Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms*, *ivi*, 57, 2002, 1891 ss.

⁸ V. A.S. CEBENOYAN e P. STRAHAN, *Risk Management, Capital Structure, and Lending at Banks*, in *J. of Banking & Finance*, 28, 2004, 1943 ss., e A. PURNANANDAM, *Interest Rate Derivatives at Commercial Banks: An Empirical Investigation*, in *J. of Monetary Economics*, 54, 2007, 1769 ss.

⁹ Sotto questo profilo, in prospettiva economica e sociologica, v. A. PARGUEZ, *La dynamique de la monnaie*, in *Economie et Sociétés*, 1984, 83 ss., spec. 99.

¹⁰ Introdotta dall’art. 1, co. 1, lett. n), d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, conv. con modificazioni, dalla l. 23 febbraio 2007, n. 15, e poi abrogata dall’art. 4, d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, la disposizione consentiva alla Banca d’Italia di disporre che le banche e gli intermediari finanziari illustrassero agli imprenditori che ne facessero richiesta i principali fattori alla base dei rating che li riguardassero, senza che l’inerente comunicazione potesse dar luogo a oneri per il cliente. In argomento, v. G. MUCCIARONE, *La liceità delle «spese secondarie» nelle operazioni bancarie: l’impatto della direttiva 2007/64/CE sui servizi di pagamento*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, A. SCIARRONE ALIBRANDI e O. TROIANO (a cura di), Milano, 2010, 495 ss. e, *ivi*, 520, e C. COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, V. DI CATALDO e P.M. SANFILIPPO (a cura di), Milano, 2008, 209 ss. e, *ivi*, 212 ss.

¹¹ La disposizione ha imposto agli Stati membri di introdurre l’obbligo di verificare il merito creditizio del consumatore, prima della conclusione del contratto di credito e sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando la banca dati pertinente; e l’ulteriore obbligo per il creditore di aggiornare le informazioni finanziarie di cui dispone con riguardo al consumatore, nonché di procedere a una nuova valutazione del suo merito

nell'ordinamento interno mediante l'inserimento nel t.u.b. dell'art. 124-*bis*) che appaiono orientate a recuperare l'attività professionale di finanziamento, *massime* bancaria, all'alveo suo proprio, senza giungere a precludere modelli alternativi a quello tradizionale.

La crisi del mercato dei mutui *subprime* rappresenta, quindi, un'esemplare testimonianza della rilevanza che, nella prospettiva della stabilità, assume la valutazione del merito creditizio¹², delle tecniche con cui si compie e dei dati di cui si serve, che impongono – tra l'altro – il bilanciamento tra l'istanza di trasparenza e la protezione dei segreti commerciali, tenendo altresì conto dei requisiti di liceità del trattamento previsti dal GDPR¹³. Ma rilievo non trascurabile il *credit scoring* assume anche nella più minuta prospettiva del rapporto negoziale in sé riguardato, tenuto conto dell'interpretazione unionale della CCD I per cui è ammissibile la declaratoria della nullità di contratti di finanziamento perfezionati da intermediari del credito senza un'appropriata valutazione del merito creditizioⁱ. Un'interpretazione che sembra assecondare l'indirizzo applicativo domestico che sposta la rilevanza giuridica dell'assenza di una corretta istruttoria propedeutica al finanziamento dall'area dell'inadempimento dell'obbligo di diligenza qualificataⁱⁱ – che renderebbe irrilevante la reticenza del consumatoreⁱⁱⁱ ed è conformato dalla Vigilanza^{iv} – o da quella dell'illecito aquiliano per violazione di norme che regolano l'attività bancaria^v all'area della nullità del contratto di credito per illiceità della sua causa concreta, almeno qualora sia contemplata la garanzia

creditizio prima di procedere a un aumento significativo dell'importo totale del credito. In tema, v. G. CARRIERO, *Credito ai consumatori*, in *Testo unico bancario. Commentario. Addenda di aggiornamento ai d.lgs. 141/2010 e 218/2010*, M. PORZIO, F. BELLI, G. LOSAPPIO, M. RISPOLI FARINA e V. SANTORO (a cura di), Milano, 2011, 93 ss.

¹² In argomento, tra gli altri, v. già F. CAPRIGLIONE, *Stabilità delle strutture finanziarie e affidabilità del prestatore di credito. In particolare: la centralizzazione dei rischi – I*, in *Bancaria*, 1982, 286 ss.; ID., *Stabilità delle strutture finanziarie e affidabilità del prestatore di credito. In particolare: la centralizzazione dei rischi – II*, *ivi*, 1982, 395 ss.

¹³ V. le conclusioni dell'Avvocato generale della Corte di giustizia dell'Unione europea Jean Richard de la Tour, 12.9.2024, sulla domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal *Verwaltungsgerichts Wien* (Austria) il 16.3.2022 (causa n. C-203/22 dinanzi alla CGUE), reperibili all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:62022CC0203#Footref2>.

pubblica a favore del soggetto finanziatore^{vi}. Resta inoltre sullo sfondo l'ulteriore piano di rilevanza del *creditworthiness assessment* nella prospettiva, intermedia, delle procedure concorsuali, specie di sovraindebitamento.

2. GDPR e attività bancaria: premessa.

Tra i settori in cui le regole contenute nel Regolamento 2016/679/UE (c.d. GDPR)¹⁴ assumono un'importanza particolarmente significativa vi è perciò quello bancario, non foss'altro per l'ingente mole di dati personali, anche sensibili, che viene quotidianamente acquisita e trattata dalle banche nell'esercizio della loro attività tipica.

La raccolta continua e non occasionale di dati attinenti ai clienti è, infatti, connaturale all'attività bancaria e imprescindibile per il suo svolgimento secondo il modello che più conviene alla stabilità dell'intermediario e sistemica¹⁵. E, del pari, si registra anche al di fuori dell'attività propriamente bancaria degli intermediari in discorso: così, a esempio, nel quadro della semplice prestazione di servizi di pagamento, la quale presuppone l'acquisizione e l'archiviazione di tutti i dati relativi alle operazioni di pagamento del cliente e, di conseguenza, la possibilità di disporre di un articolato quadro delle spese sostenute.

D'altra parte, l'utilizzo di una grande quantità e varietà di informazioni consente anche di contenere alcuni tra i principali rischi connessi all'attività bancaria. Per tale ragione, nell'ottica di assicurare una maggiore stabilità ed efficienza del sistema finanziario, è la stessa legge, talvolta, a imporre agli intermediari la raccolta di certi dati dei clienti e, specie nell'area dei servizi e delle attività di investimento, anche la loro "profilazione"¹⁶.

¹⁴ Regolamento 2016/679/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE.

¹⁵ Sul punto, più ampiamente, G. LA ROCCA, *Trattamento dei dati personali e impresa bancaria*, in questa *Rivista*, 2018, 299 ss.

¹⁶ Qui intesa, però, genericamente, come raccolta di dati e informazioni su un soggetto al fine di "categorizzarlo" in base alle sue caratteristiche e non già secondo la specifica accezione accolta nel GDPR che si riferisce invece esclusivamente alla profilazione *automatizzata*. Si pensi, a esempio, alla raccolta di informazioni per la costruzione del profilo finanziario del cliente che deve essere svolta ai fini della

Un ambito nel quale ciò si verifica è quello relativo alla valutazione del merito creditizio del consumatore, atteso che, per svolgere correttamente tale processo, cui è obbligato *ex lege*, il finanziatore deve preventivamente acquisire una serie di informazioni sul soggetto che richiede il prestito, utili ad accertarne la capacità di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi.

Le disposizioni normative specificamente dedicate alla valutazione del merito di credito sono però ben poche e non forniscono sufficienti chiarimenti in ordine alle metodologie e ai dati concretamente utilizzabili.

Si tratta di una lacuna di non poco conto, soprattutto in considerazione del progressivo diffondersi di sistemi che consentono di effettuare tale valutazione in modo assai innovativo rispetto al passato, sfruttando le potenzialità offerte dai c.d. *Big Data*¹⁷ e dall'utilizzo di

valutazione di adeguatezza o di appropriatezza di un determinato strumento finanziario per uno specifico cliente secondo la disciplina MiFID (cfr. art. 25, par. 3, direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) nonché artt. 55 e 54, par. 4 e 5, Regolamento delegato 2017/565/UE, del 25 aprile 2016). Per non parlare della disciplina sulla c.d. *product governance* che opera a monte, la quale postula che il distributore di un servizio di investimento effettui un'analisi della propria clientela al fine di identificare *ex ante* i gruppi di clienti di riferimento, a un livello sufficientemente granulare e in base a dei parametri predefiniti, per le cui esigenze, caratteristiche ed obiettivi lo strumento finanziario è o non è compatibile (cfr. art. 16, par. 3 e art. 24, par. 2, direttiva MiFID II; art. 10, direttiva delegata 2017/593/UE, del 7 aprile 2016, nonché gli orientamenti n. 36 e 37 contenuti nella *Linee Guida Esma sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID2* del 5 febbraio 2018). Questione diversa è, dunque, quella relativa alla possibilità di svolgere tali attività in modo completamente automatizzato, sfruttando le potenzialità offerte dall'innovazione tecnologica, su cui si vedano, con specifico riferimento alla valutazione di adeguatezza o appropriatezza dello strumento finanziario, le riflessioni di M. DE MARI, *La profilatura finanziaria algoritmica*, in *Orizzonti*, 2021, 135 ss.

¹⁷ Non esiste una nozione univoca di *Big Data*, ma la maggior parte degli studiosi è concorde nell'attribuire il primo tentativo di definizione a Doug Laney, per il quale si tratta di «*high-volume, high-velocity and/or high variety information assets that require new forms of processing to enable enhanced decision making, insight discovery and process optimization*» (D. LANEY, *3D Data Management: Controlling Data Volume, Velocity, and Variety*, META Group Report, 2001, file 949; cfr. anche M.A. BAYER e D. LANEY, *The Importance of "Big Data": A Definition*, Analysis Report ID, 2012). Si veda anche la definizione contenuta nel rapporto finale dell'Indagine conoscitiva sui Big data condotta congiuntamente dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, dall'Autorità per le garanzie nelle

tecniche di c.d. intelligenza artificiale per analizzare e processare tali dati, incluso il *machine learning*¹⁸.

telecomunicazioni e dal Garante per la protezione dei dati personali, pubblicato nel febbraio 2020, ove, riprendendo la nozione di Big data di cui alla *Risoluzione del Parlamento europeo del 14 marzo 2017 sulle implicazioni dei Big data per i diritti fondamentali*, si afferma che «con la locuzione Big data si fa riferimento, in prima approssimazione (nell'assenza di definizioni normativamente vincolanti), alla raccolta, all'analisi e all'accumulo di ingenti quantità di dati, tra i quali possono essere ricompresi dati di natura personale (nell'accezione fornita dall'art. 4 del Regolamento GDPR), in ipotesi provenienti anche da fonti diverse. La natura massiva delle operazioni di trattamento reca con sé la necessità che tali insiemi di informazioni (sia memorizzate, sia in streaming) siano oggetto di trattamento automatizzato, mediante algoritmi informatici e altre tecniche avanzate, al fine di individuare correlazioni di natura (per lo più) probabilistica, tendenze e/o modelli». Sul tema cfr. anche B. BROWN, J. BUGHIN, A. HUNG BYERS, M. CHUI, R. DOBBS, J. MANYIKA e C. ROXBURGH, *Big Data: The Next Frontier for Innovation, Competition, and Productivity*, Washington, 2011 (McKinsey Global Institute), V. MAYER SCHONBERGER e K. CUKIER, *Big Data*, Milano, 2013; H. VARIAN, *Big Data: New Tricks for Econometrics*, in *Journal of Economic Perspectives*, 28, 2014, 3 ss.; A. DE MAURO, M. GRECO e M. GRIMALDI, *A formal definition of Big Data based on its essential features*, in *Library Review*, 2016, 65(3), 122 ss.; A. GIANNACCARI, *La storia dei Big Data, tra riflessioni teoriche e primi casi applicativi*, in *Merc. conc. reg.*, 2017, 307 ss.; M. DEL MASTRO e A. NICITA, *Big Data. Come stanno cambiando il nostro mondo*, Bologna, 2019.

¹⁸ La più recente definizione di intelligenza artificiale è fornita dall'art. 3 del Regolamento 2024/1689/UE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza (c.d. *AI Act*), secondo cui un sistema di IA è «un sistema automatizzato progettato per funzionare con livelli di autonomia variabili e che può presentare adattabilità dopo la diffusione e che, per obiettivi espliciti o impliciti, deduce dall'input che riceve come generare output quali previsioni, contenuti, raccomandazioni o decisioni che possono influenzare ambienti fisici o virtuali». Per alcune riflessioni sulla definizione di intelligenza artificiale svolte da informatici, si vedano i contributi di M. GABBRIELLI, *Dalla logica al Deep Learning: una breve riflessione sull'intelligenza artificiale*, 21 ss.; di R. ROVATTI, *Il processo di apprendimento algoritmico e le applicazioni nel settore legale*, 31 ss., nonché di L. TOMASSINI, *L'intelligenza artificiale: quali prospettive?*, 43 ss., contenuti nel volume XXVI *Lezioni di diritto dell'intelligenza artificiale*, U. RUFFOLO (a cura di), Torino, 2021. La letteratura giuridica sull'intelligenza artificiale ha comunque oramai acquisito una sua autonomia, potendosi segnalare, tra gli altri, nella dottrina interna, gli studi pionieristici di G. SARTOR, *Intelligenza artificiale diritto. Un'introduzione*, Milano, 1996; A. SANTOSUOSSO, *Intelligenza artificiale e diritto*, Milano, 2020; G. ALPA, *L'intelligenza Artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021; nonché i contributi contenuti in *Intelligenza artificiale e diritto*, numero monografico a cura di E. GABBRIELLI e U. RUFFOLO, in *Giur. it.*, 2019.; *Diritto e*

Come si vedrà, infatti, l'adozione di questo tipo di sistemi, pur potendo presentare rilevanti vantaggi, non è completamente esente da rischi, in termini di possibili ricadute negative sui consumatori e sulla stabilità del sistema.

Ebbene, in questo contesto, oltre alle indicazioni fornite in alcuni atti delle autorità di vigilanza nazionali ed europee¹⁹, finiscono per assumere un rilievo centrale proprio le regole e i principi generali sanciti dal GDPR, i quali, però, non sembrano sufficienti a disciplinare adeguatamente il fenomeno e ad assicurare una piena tutela a chi richiede il prestito.

Una più compiuta analisi delle nuove tecniche di *credit scoring* rivela, infatti, l'esistenza di alcune carenze nella disciplina sul trattamento dei dati personali, in particolare per ciò che concerne i processi decisionali automatizzati, che la rendono inadeguata a far fronte ai pericoli derivanti dall'utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale²⁰.

Le criticità riscontrate sembrano però essere state affrontate efficacemente da due recenti provvedimenti dell'Unione europea: uno

intelligenza artificiale, G. ALPA (a cura di), Pisa, 2020. Più in generale, sull'incidenza delle nuove tecnologie sui rapporti di diritto privato e di diritto pubblico, già S. RODOTÀ, *Tecnologie e diritti*, Bologna, 1995, ora riedito a cura di G. ALPA, G. RESTA e M.R. MARELLA, Bologna, 2021. L'impatto dello sviluppo tecnologico sul diritto è stato affrontato di recente anche da G. LEMME, *La transizione giuridica. La crisi del diritto di fronte alla sfida tecnologica*, Torino, 2023.

¹⁹ Di cui si dà più ampio conto in C.A. VALENZA, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione*, in *Intelligenza artificiale e rapporti bancari. Umano e non umano nelle relazioni tra intermediari e clienti*, M. PROTO (a cura di), Pisa, 2024, 107 ss.

²⁰ Sul punto, più in generale, cfr. G. SARTOR, *The impact of the general data protection regulation on artificial intelligence* (European Parliament, Directorate-General for Parliamentary Research Services), 2020, 79 ss., consultabile al sito: <https://data.europa.eu/doi/10.2861/293>; G. MOBILIO, *L'intelligenza artificiale e le regole giuridiche alla prova: il caso paradigmatico del GDPR*, in *federalismi.it*, 2020, XVI, 266 ss.; A. FEDI, *Big Data and AI: an issue for general law and data protection*, in *Jus civile*, 2020, 169 ss.; C. TABARRINI, *Comprendere la "Big Mind". Il GDPR sana il divario di intelligibilità uomo-macchina?*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2019, 555 ss.; G. FINOCCHIARO, *Considerazioni su intelligenza artificiale e protezione dei dati personali*, in *XXVI Lezioni di Diritto dell'Intelligenza Artificiale*, cit., 331 ss.; T.E. FROSINI, *La Privacy nell'era dell'intelligenza artificiale*, in *DPCE Online*, v. 51, n. 1, apr. 2022, consultabile al sito <http://dx.doi.org/10.57660/dpceonline.2022.1572>; T.M. UBERTAZZI, *Privacy e Intelligenza Artificiale*, in *Comparazione e diritto civile*, 2023, 955 ss.

è la Direttiva UE n. 2225/2023 sul credito al consumo, contenente regole specifiche sui sistemi di valutazione del merito creditizio; l'altro è il c.d. *Artificial Intelligence Act*, recante invece una disciplina generale volta a regolare, in modo completo e organico, l'immissione nel mercato e l'utilizzo di qualsiasi sistema di intelligenza artificiale.

Con queste premesse, nelle pagine che seguono, si procederà in primo luogo ad analizzare brevemente le diverse tecniche mediante le quali è oggi possibile svolgere la valutazione del merito creditizio. In un secondo momento, invece, si valuterà in che modo le regole contenute nel GDPR incidono sul *credit scoring* e, più in generale, quale sia la loro efficacia in relazione ai sistemi di intelligenza artificiale più complessi. Infine, si darà conto delle novità introdotte dai provvedimenti da ultimo menzionati.

3. Sistemi di valutazione del merito creditizio tradizionali e innovativi.

L'attività di valutazione del merito di credito del consumatore, a cui in passato il legislatore ha riservato scarsa attenzione²¹, è da qualche tempo imposta e disciplinata dall'art. 124 *bis* del T.u.b.²², dettato in materia di credito al consumo, e dall'art. 120 *undecies* del T.u.b.²³, specifico per il credito immobiliare ai consumatori, e consiste in un

²¹ Lo rilevano anche L. AMMANNATI e G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 305, per i quali per molto tempo «il legislatore e l'autorità di vigilanza italiana si sono preoccupati di regolare il fine (la sana e prudente gestione dell'ente, nella specifica accezione del rischio di credito) piuttosto che il mezzo (la valutazione del merito creditizio)». La dottrina, invece, segnala da tempo la rilevanza di tale fase dell'attività: a es., con particolare riferimento al passaggio «dal prototipo classico “*originate-to-hold*” ... alla differente pratica “*originate-to-distribute*”», v. P. GAGGERO, *La trasparenza del contratto. Per un'analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Milano, 2011, 127 ss. Cfr. pure G. CARRIERO, *Credito ai consumatori*, cit., 93 ss.; R. DE CHIARA, *Verifica del merito creditizio*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, t. III, Padova, 2012, 1869 ss.; e, a partire dall'accordo sul capitale regolamentare c.d. “Basilea II”, F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, cit., 132 ss.; G. BOCCUZZI, *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea 2 e Mifid*, in *Bancaria*, 2008, n. 2, 34 ss.; ed E. PAOLILLO, *Gestione del capitale bancario e riflessi nei rapporti banca-impresa*, ivi, 2002, n. 9, 22 ss. *Amplius*, in tema, M. ONADO, *op. cit.*, e A. MALINCONICO, *op. cit.*

²² Che traspone in modo pressoché letterale l'art. 8. della Direttiva 2008/48/CE.

²³ Che dà attuazione a quanto previsto dagli artt. 18-29 della Direttiva 2014/17/UE.

giudizio prognostico sulla capacità del soggetto finanziato di restituire la somma ricevuta nei termini pattuiti, espresso attraverso l'assegnazione al cliente di un punteggio individuale all'interno di una scala di valori predeterminata.

Tale attività, normalmente collocata nella fase precontrattuale, è volta a stabilire sia *se* il credito può essere concesso, sia, eventualmente, *a quali condizioni*.

In linea generale, gli elementi fondamentali per il calcolo dello *score* sono due: i dati e le modalità con cui essi vengono processati.

I sistemi di valutazione del merito creditizio tradizionali, tutt'oggi utilizzati dagli intermediari creditizi vigilati, si basano generalmente su dati e informazioni relativi al profilo economico-finanziario del consumatore, quali ad esempio l'identità, la passata abilità di ripagare i debiti, il reddito, la movimentazione dei conti, ecc. Si tratta, in altre parole, di c.d. *Hard-Data*, ossia di dati oggettivi, facilmente verificabili e traducibili in un indice numerico, che possono essere acquisiti direttamente dal richiedente, nonché da fonti interne all'intermediario o attraverso le c.d. banche dati creditizie, *in primis* le centrali dei rischi pubbliche.

L'elaborazione di tali dati viene invece fatta mediante il ricorso a modelli tramite i quali si attribuisce a ciascun singolo richiedente un punteggio che, sulla base di una correlazione statistica, esprime in termini predittivi il profilo di rischio, l'affidabilità e la puntualità nei pagamenti.

I sistemi di valutazione tradizionali si basano dunque su algoritmi semplici, il cui schema operativo²⁴ è determinato in tutto o in parte dagli operatori al momento della creazione per impiegare un numero assai esiguo di dati²⁵.

²⁴ Si tratta, in sostanza, di modelli a regressione lineare, che prevedono l'utilizzo di metodologie prettamente statistiche. In tale modo, viene modellata una relazione tra una variabile *target* di cui si voglia prevedere l'esito (normalmente l'insolvenza di un debitore) e altre variabili, i c.d. "predittori", ritenute come statisticamente esplicative.

²⁵ Tra i sistemi di valutazione tradizionali, è assai noto il *FICO Score*, elaborato da uno storico player statunitense di servizi di data analisi, che impiega una serie di dati di tipo *hard*, raggruppati in 5 categorie che "pesano" diversamente ai fini dell'attribuzione del punteggio: dati sulla storia creditizia del cliente (35%), dati relativi al reddito (30%); dati sulla lunghezza della storia creditizia (15%), dati sulla tipologia di prestiti già richiesti (10%); dati sul nuovo credito per cui è presentata la

Come si è avuto già modo di anticipare, l'innovazione tecnologica, che ha profondamente interessato e interessa in misura crescente anche il settore bancario e finanziario²⁶, ha finito per incidere pure sull'attività di valutazione del merito creditizio, aprendo la strada a nuove possibilità, sia per quanto riguarda i dati utilizzabili, sia per ciò che concerne le metodologie per processarli

richiesta (10%). Queste informazioni sono reperibili al seguente indirizzo: <https://www.myfico.com/credit-education/whats-in-your-credit-score>. Tra gli altri, discorre di tale sistema N. CULLERTON, *Behavioral Credit Scoring*, in *Georgetown Law Journal*, 2013, 807 ss.

²⁶ Sull'argomento cfr., *ex multis*, EBA, *Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)*, EBA/DP/2017/02, 4 agosto 2017; FSB, *Artificial intelligence and machine learning in financial services*, novembre 2017; BANCA D'ITALIA, *Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017; D. MILANESI, *A New Banking Paradigm: The State of Open Banking in Europe, the United Kingdom, and the United States*, TTLF Working Papers n. 29, 2017; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA e G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni Fintech*, Roma, 2018; *Introduzione ai principi giuridici di un mercato unico tecnologico di servizi finanziari*, M.T. PARACAMPO (a cura di), Torino, 2017; *Fintech: diritto tecnologia e finanza*, R. LENER (a cura di), in *I Quaderni di Minerva Bancaria*, Roma, 2018; *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, E. CORAPI e R. LENER (a cura di), Milano, 2019; *La via italiana al fintech: strategie ed esperienze nel settore bancario e finanziario*, M. GIORGINO (a cura di), Milano, 2019; *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, G. FINOCCHIARO e V. FALCE (a cura di), Bologna, 2019; C. SCHENA, V. STEFANELLI e V. BOSCIA, *Digital banking e FinTech. L'intermediazione finanziaria tra cambiamenti tecnologici e sfide di mercato*, Roma, 2020; *Banche, intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, G. CASSANO, F. DI CIOMMO e M. RUBINO DE RITIS (a cura di), Milano, 2021; *Financial innovation tra disintermediazione e mercato*, V. FALCE (a cura di), Torino, 2021; *Fintech, Smart Technologies e governance dei mercati. L'impatto del digitale sul settore bancario, finanziario e sulla regolazione pubblica*, A. NUZZO (a cura di), Roma, 2021; A. NATALE, *Fintech. I confini dell'innovazione nella finanza*, Milano, 2022; *La finanza nell'età degli algoritmi*, L. AMMANNATI e A. CANEPA (a cura di), Torino, 2023; *Intelligenza artificiale e rapporti bancari. Umano e non umano nelle relazioni tra intermediari e clienti*, M. PROTO (a cura di), cit. Si vedano poi, tra gli altri, i contributi di F. CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 372 ss.; ID., *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, *ivi*, 2021, supplemento al fasc. 3, 4 ss.; G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contr. impr.*, 2019, 377 ss.; M. PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 422 ss.

In particolare, l'emersione di nuovi modelli di *credit scoring* è strettamente legata, da un lato, alla già accennata disponibilità dei c.d. *Big Data*, ossia di grandi *dataset* contenenti un elevato volume di informazioni anche non strutturate e, dall'altro, alla diffusione di tecniche sempre più sofisticate di analisi dei dati.

Così, muovendo dal presupposto che «*all data is a credit data*»²⁷, i nuovi sistemi di valutazione del merito creditizio considerano una serie di dati molto più vasta di quella generalmente analizzata dai modelli tradizionali, assumendo rilievo anche i dati c.d. “alternativi”, i quali, si noti, non sono né univoci né numerici.

Tali dati possono essere acquisiti direttamente dal richiedente, ad esempio tramite la compilazione di formulari *on-line*, o in modo indiretto, mediante l'osservazione dell'attività *on-line* ed *off-line* dello stesso (si pensi, ad esempio, ai dati relativi alla navigazione sul web, che possono rivelare abitudini, propensioni di acquisto o altre preferenze personali, o, ancora, a quelli relativi all'interazione sulle piattaforme *social*). Inoltre, altri dati utili per il *credit scoring* possono essere ottenuti da soggetti terzi specializzati nella formazione, vendita e detenzione di profili individuali, che vengono creati attraverso la rielaborazione dei comportamenti e delle informazioni relative ai singoli soggetti.

I modelli più innovativi di *credit scoring* sono dunque in grado di coniugare due categorie di dati: i cd. *Hard-Data*, che si riferiscono al profilo economico e finanziario del richiedente e che sono già ora facilmente ricavabili dalle banche dati utilizzate dagli intermediari; e i c.d. *Soft-Data*, che vengono invece estratti dalle tracce digitali extra-finanziarie²⁸.

Come è stato evidenziato in uno studio promosso dalla Banca d'Italia, nella valutazione del merito di credito si è dunque verificata, a livello globale, «una graduale estensione delle fonti di dati utilizzate [...]»: dai dati finanziari strutturati (indicatori patrimoniali ed economico-finanziari, sull'andamento dei conti e dei pagamenti, di

²⁷ L'espressione è stata utilizzata nel 2021 da Douglas Merrill (ex CIO Google) durante un'intervista al New York Times. Cfr. anche *Big data lends new Zest to banks' credit judgments*, Financial Times, 23 giugno 2014.

²⁸ M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in questa *Rivista*, 2023, 182. Sul punto, ampiamente, A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Torino, 2020, 136 ss.

mercato) a dati non finanziari strutturati (dati di tipo socio-demografico ottenuti anche da fonti terze), dati non strutturati finanziari (analisi delle informazioni transazionali e di quelle derivate da open banking) e dati non strutturati non finanziari (dati di navigazione, digital footprint, informazioni conferite sui social network)»²⁹.

L'elaborazione di una così grande quantità di informazioni disomogenee è resa possibile dai nuovi sistemi informatici, che si basano su algoritmi particolarmente complessi e, segnatamente, su tecniche di c.d. intelligenza artificiale e di *machine learning* in particolare.

Sono note, ad esempio, le potenzialità del sistema brevettato da un'ex startup di *Fintech credit*³⁰, il cui *software* proprietario fa uso del *machine learning* per processare ed analizzare un'ingente quantità di dati, combinando informazioni tradizionali con altre che sono ricavate dall'attività *on-line* e *off-line* degli utenti. Ad essere presi considerazione, in particolare, sono, tra l'altro, l'attività di ricerca *web*, il tempo impiegato per leggere i termini e le condizioni di utilizzo della piattaforma³¹, i luoghi e le modalità delle abitudini di spesa³², i dati

²⁹ AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Questioni di economia e finanza* (Banca d'Italia), n. 721, 2022, 15. Per un elenco analitico di dati (strutturati e non strutturati) che sono rilasciati in ambito digitale e trattati nella prestazione di servizi finanziari on line si può fare riferimento all'enumerazione contenuta in EBA, *Discussion Paper on innovative uses of consumer data by financial institutions*, DP/2016/01, 4 giugno 2016, 9 ss.

³⁰ Ci si riferisce a *ZestFinance* (oggi *Zest Ai*), una tra le prime e più note startup di *Fintech credit* che ha oramai cessato la propria attività creditizia per concentrarsi esclusivamente sullo sviluppo e la cessione in licenza del *software* proprietario. Si veda, al riguardo, l'analisi condotta da D. ROBINSON e H. YU, *Knowing the Score: New Data, Underwriting, and Marketing in the Consumer Credit Marketplace. A Guide for Financial Inclusion Stakeholders*, Ford Foundation, 2014, ove si dà conto anche di altri sistemi di *credit scoring* dotati di caratteristiche simili.

³¹ Si ritiene, infatti, che il tempo impiegato da un soggetto per leggere i termini e le condizioni di utilizzo della piattaforma possa essere indicativo del livello di responsabilità del richiedente. Sul punto, si veda l'articolo di Q. HARDY, *op. cit.*, sul *New York Times* del 5 luglio 2012, reperibile al sito: <https://archive.nytimes.com/bits.blogs.nytimes.com/2012/07/05/big-data-for-the-poor/>.

³² M. HURLEY e J. ADEBAYO, *Credit Scoring in the Era of Big Data*, in *18 Yale J.L. & Tech.*, 148, 2016, 165. Sul punto, efficacemente Q. HARDY, *Big Data for the Poor*, cit., «*paying half of one's income [on rent] in an expensive city like San*

GPS, le informazioni ricavabili *online* tramite le tecniche di *web crawling* e *web scraping*, nonché le attività compiute sui *social network*³³.

Si ritiene, generalmente, che l'utilizzo di sistemi di questo tipo, che ha consentito l'accesso al mercato del credito anche a intermediari non tradizionali (*in primis*, le piattaforme di *lending*), privi del patrimonio informativo delle banche e tendenzialmente esclusi dalle centrali dei rischi pubbliche³⁴, rechi con sé significativi vantaggi: anzitutto, per i clienti, in termini di inclusione al credito, in quanto permetterebbe di ampliare la platea dei soggetti finanziabili estendendola a includere pure soggetti diversi da quelli c.d. bancabili, ammettendo al credito anche coloro che sono privi di una storia creditizia o che comunque sarebbero esclusi secondo i sistemi di valutazione del merito creditizio tradizionali³⁵; ma anche per gli intermediari, che avrebbero la possibilità di operare una maggiore distinzione granulare della clientela e di effettuare una migliore selezione dei soggetti cui concedere il

Francisco might be a sign of conventional spending, while paying the same amount in cheaper Fresno could indicate profligacy».

³³ J. JIA-XI, *Beyond Free Markets and Consumer Autonomy: Rethinking Consumer Financial Protection in the Age of Artificial Intelligence*, in *13 NYU Journal of Intellectual Property & Entertainment Law*, 56, 2023, 87: «*The number of social media connections a person has, the frequency that she deactivates an account, and the number of connections she unfriends are used as proxies to measure risk-taking tendencies*».

³⁴ In questa prospettiva, cfr. L. MODICA, *Peer to Consumer Lending*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 81 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R.G. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO e F. PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, *Quaderno FinTech* n. 5 – luglio 2019; G. BIFERALI, *Big data e valutazione del merito creditizio per l'accesso al peer to peer lending*, in *Diritto dell'Informazione e dell'informatica.*, 2018, 487 ss. Quanto al sistema bancario, la ricerca può muovere da M. PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), Milano, 2019, 351 ss.

³⁵ Cfr. G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumatore*, in *Giur. comm.*, 2020, 696 ss.; ID. *L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Torino, 2021, 11, ove si esalta il ruolo dell'inclusione *lato sensu* finanziaria quale presupposto dell'inclusione sociale.

credito, oltre che di adeguare i servizi alle specifiche caratteristiche del singolo cliente³⁶.

Al contempo, però, è stato da più parti osservato che l'adozione di tali sistemi non è esente da rischi, i quali derivano soprattutto dalla possibilità di utilizzare anche dati non strutturati ed eterogenei, compresi quelli non direttamente correlati alla situazione finanziaria del richiedente ma relativi piuttosto ad altri aspetti della sua vita privata³⁷.

La possibilità di attingere a un patrimonio informativo così ampio, infatti, non si traduce automaticamente in una valutazione più accurata del merito creditizio, essendo necessaria l'implementazione di sistemi che siano in grado, da un lato, di individuare e selezionare soltanto quei dati realmente utili a definire il livello di affidabilità del richiedente e la sua capacità di restituzione e, dall'altro, di elaborare e analizzare tali dati correttamente.

In questo senso, non è da escludere che l'utilizzo delle nuove tecniche di *credit scoring* possa condurre, talvolta, a esiti errati, ove faccia difetto la correttezza dei dati o del procedimento algoritmico che li ha elaborati. Di qui, dunque, il rischio di addivenire a “nuove” esclusioni o a forme di discriminazione, anche involontarie, generate da modelli non governati di cui non sono note tutte le determinanti rilevanti ai fini della decisione³⁸.

³⁶ F. MATTASSOGLIO, *La valutazione “innovativa” del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, 201.

³⁷ Per una più approfondita analisi dei rischi e dei benefici connessi all'adozione dei nuovi sistemi di valutazione del merito creditizio si veda F. MATTASSOGLIO, *op. cit.*, 187 ss., spec. 200 ss. Più di recente, sul tema, M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 175 ss. Nella dottrina straniera, oltre ai contributi già richiamati, si veda, in prospettiva critica, D.K. CITRON e F. PASQUALE, *The Scored Society: Due Process for Automated Predictions*, in *Washington Law Review*, 2014, vol. 89, 1 ss.

³⁸ Si veda ancora G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumatore*, *cit.*, 704 ss. Più di recente, sul tema, M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-tech*, *cit.*, 467 ss. In arg. anche L. AMMANNATI e G.L. GRECO, *Il credit scoring “intelligente”: esperienze, rischi e nuove regole*, in questa *Rivista*, 2023, 471 ss.; F. MATTASSOGLIO, *op. cit.*, 205 ss. Nella dottrina straniera, K. LANGENBUCHER, *Consumer Credit in The Age of AI – Beyond Anti-Discrimination Law* (December 9, 2022), SAFE Working Paper No. 369, consultabile al sito: <https://ssrn.com/abstract=429826>; C. O'NEIL, *Weapons of Math Destruction: How Big Data Increases Inequality and Threatens Democracy*, New York, 2016; S. BAROCAS, SELBST, *Big Data's Disparate Impact*, in *California Law*

4. Sistemi di valutazione del merito creditizio e disciplina sul trattamento dei dati personali.

Nello scenario appena delineato, le indicazioni più significative sui dati utilizzabili ai fini del *credit scoring* e sulle modalità con cui questi possono essere processati si ricavano, come si è già anticipato, dal Regolamento 2016/679/UE (GDPR), il quale contiene una serie di prescrizioni di carattere generale destinate a trovare applicazione ogniqualevolta l'attività praticata implichi il trattamento di dati personali e, dunque, anche in caso di valutazione del merito creditizio.

Anzitutto, come noto, il Regolamento stabilisce che i dati personali devono essere sempre trattati in modo «lecito, corretto e trasparente nei confronti dell'interessato» (art. 5, comma 1, lett. a), prevedendo di norma il consenso del titolare al loro utilizzo (art. 6, comma 1, lett. a), sebbene il legittimo interesse del titolare sia di per sé idoneo a rendere il trattamento lecito (art. 5, comma 1, lett. f). In ogni caso, in applicazione del GDPR, l'intermediario è tenuto ad avvisare il consumatore del fatto che ogni indicazione da lui fornita potrà essere utilizzata ai fini della valutazione del proprio merito creditizio.

Di particolare rilievo sono poi le previsioni relative ai dati che possono essere trattati, atteso che, in applicazione del Regolamento, ciascun finanziatore dovrebbe raccogliere e utilizzare soltanto quei dati dei clienti ritenuti «adeguati, pertinenti e limitati a quanto necessario rispetto alle finalità per le quali sono trattati» (art. 5, comma 1, lett. c). Tali dati, inoltre, dovrebbero in ogni caso essere «esatti» e «aggiornati» (art. 5, comma 1, lett. d) e conservati «in una forma che consenta l'identificazione degli interessati per un arco di tempo non superiore al conseguimento delle finalità» (art. 5, comma 1, lett. e). Si noti, peraltro, che, in linea di principio, la possibilità di trattare dati personali sensibili, come ad esempio quelli relativi alla salute o all'orientamento sessuale o quelli che rivelano l'origine razziale o etnica, è esclusa, sebbene tale divieto sia destinato a cadere in presenza di un esplicito consenso dell'interessato (art. 9).

Review, vol. 104, n. 3, 671 ss.; C. HAVARD, “On the Take”: The Black Box of Credit Scoring and Mortgage Discrimination, in *Boston University Public Interest Law Journal*, vol. 20, n. 2, 241 ss.

Sulle metodologie utilizzabili per processare i dati raccolti assumono, invece, rilevanza soprattutto le disposizioni dettate con riferimento ai processi decisionali automatizzati, quali sono, per l'appunto, i moderni sistemi di *credit scoring*.

Anzitutto, in un'ottica di trasparenza, l'art. 13 del GDPR impone di rendere edotto (*ex ante*) il soggetto interessato dell'esistenza di un processo decisionale automatizzato, fornendo allo stesso tempo informazioni significative sulla logica utilizzata dall'algoritmo, nonché sull'importanza del trattamento e sulle conseguenze che da esso possono derivare³⁹.

Il successivo art. 22 prevede poi ulteriori garanzie in relazione ai trattamenti *interamente* automatizzati, sancendo, in particolare, il diritto dell'interessato a non essere sottoposto a una decisione basata su processi che non prevedano il coinvolgimento dell'uomo qualora tale decisione produca effetti giuridici che lo riguardano o incida significativamente sulla sua persona⁴⁰.

I sistemi innovativi di valutazione del merito creditizio rientrano, com'è evidente, nell'ambito di applicazione della disposizione appena menzionata. Il che, peraltro, è stato recentemente confermato dalla Corte di giustizia⁴¹, la quale ha precisato che il divieto stabilito dall'art.

³⁹ In questo senso anche l'art. 9 della Convenzione del Consiglio d'Europa sulla protezione delle persone rispetto al trattamento automatizzato di dati a carattere personale (c.d. Convenzione 108+), come modificata dal Protocollo adottato nel 2018 e ratificato dall'Italia nel 2021. Al riguardo, risultano significative pure le considerazioni contenute al paragrafo 77 del rapporto esplicativo di tale Convenzione, secondo cui: «gli interessati hanno il diritto di ottenere conoscenza del ragionamento alla base del trattamento dei dati, comprese le conseguenze di tale ragionamento e le conclusioni che ne possono essere state tratte in particolare nel caso di utilizzo di algoritmi al fine dell'adozione di una decisione automatizzata, specialmente nel contesto della profilazione. Per esempio, nel caso di un sistema di valutazione dell'affidabilità creditizia, i mutuatari hanno il diritto di conoscere la logica utilizzata nel trattamento dei loro dati che conduce alla concessione o al rifiuto del prestito, invece di essere semplicemente informati della decisione stessa. La comprensione di questi elementi contribuisce all'esercizio effettivo di altre garanzie fondamentali, come il diritto di opposizione e il diritto di ricorso dinanzi a un'autorità competente».

⁴⁰ Così anche l'art. 9 della Convenzione 108+ poc'anzi citata.

⁴¹ C. Giust. UE, 7 dicembre 2023, *Schufa Holding (Scoring)*, causa C-634/21, su cui si vedano i commenti di F. D'ORAZIO, *Il "credit scoring" e l'art. 22 del GDPR al vaglio della Corte di giustizia*, in *Nuova giur. comm.*, 2024, 410 ss. E. FALLETTI, *Alcune riflessioni sull'applicabilità dell'art. 22 GDPR in materia di "scoring"*

22 si estende anche ai casi in cui la valutazione automatizzata è svolta da un soggetto diverso dall'ente finanziatore, dovendosi considerare l'attribuzione stessa dello *score* quale decisione che produce effetti giuridici o che incide in modo significativo sull'interessato, laddove da essa dipenda in maniera determinante la successiva concessione del credito da parte del finanziatore⁴². Ne deriva poi, a rigor di logica, che il divieto in questione è destinato a operare anche nel caso in cui la valutazione non sia esternalizzata, ma sia svolta dal finanziatore tramite un *software* che, pur non prendendo direttamente la decisione finale, la condiziona in modo decisivo⁴³.

Ciò detto, occorre tuttavia evidenziare che il divieto in discorso subisce una serie di eccezioni che rischiano di renderlo nei fatti una mera declamazione di principio, non trovando applicazione non solo nel caso in cui la decisione interamente automatizzata sia autorizzata dal diritto dell'Unione o di uno Stato membro, ma anche in caso di consenso esplicito dell'interessato o quando la decisione sia necessaria

creditizio, in *Dir. inf.*, 2024, 110 ss. Sul punto anche M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-tech*, cit., 478 ss.

⁴² L'interpretazione fornita dalla Corte, in particolare l'ampia portata attribuita alla nozione di «decisione» di cui all'articolo 22, paragrafo 1, del GDPR, mira a evitare un *vulnus* nella protezione giuridica degli interessati in tutte le circostanze in cui sono coinvolti tre attori. Infatti, se il calcolo del tasso di probabilità fosse considerato come mero atto preparatorio, esso sfuggirebbe ai requisiti specifici previsti dall'art. 22, pur basandosi su un trattamento automatizzato e pur producendo effetti che incidono significativamente sull'interessato, per via del valore a esso attribuito dal finanziatore. Inoltre, la persona interessata non potrebbe far valere contro il soggetto che ha attribuito lo *score*, il diritto che gli è attribuito dall'art. 15, paragrafo 1, lettera h), del GDPR, ossia quello di ottenere «informazioni significative sulla logica utilizzata, nonché l'importanza e le conseguenze previste di tale trattamento per l'interessato». D'altro canto, come evidenzia la Corte, anche supponendo che l'atto successivamente adottato dal finanziatore rientri, sussistendone le condizioni, nell'ambito di applicazione dell'articolo 22, paragrafo 1, del GDPR, il finanziatore non sarebbe in grado di fornire tali informazioni specifiche in quanto generalmente non ne dispone.

⁴³ Coerentemente con quanto previsto dalle *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679* emanate dal Gruppo di lavoro Articolo 29 per la protezione dei dati (17/IT WP 251 rev.01), ove si afferma che le disposizioni di cui all'art. 22 del GDPR non possono essere eluse «creando coinvolgimenti umani fittizi» e che «per aversi un coinvolgimento umano, il titolare del trattamento deve garantire che qualsiasi controllo della decisione sia significativo e non costituisca un semplice gesto simbolico» (21).

per la conclusione o l'esecuzione di un contratto; circostanze che, come ha evidenziato la dottrina, potrebbero venire in rilievo proprio in relazione al *credit scoring* automatizzato⁴⁴.

Ad ogni modo, in presenza di un trattamento automatizzato che rientri nelle due eccezioni appena menzionate, il titolare del trattamento è tenuto ad adottare misure appropriate per tutelare i diritti, le libertà e i legittimi interessi dell'interessato. In particolare, deve essere sempre garantito il diritto di ottenere l'intervento umano, di esprimere la propria opinione e, soprattutto, di contestare la decisione sfavorevole (art. 22, comma 3). E si tratta delle più importanti garanzie di cui potrebbe disporre chi richiede il prestito in caso di decisioni sul finanziamento adottate da sistemi automatizzati di *credit scoring* e ritenute ingiuste.

Le disposizioni contenute nell'art. 22 del GDPR vanno lette, peraltro, alla luce del considerando n. 71, il quale si riferisce ai trattamenti automatizzati prendendo come esempio proprio il caso della «domanda di credito online [...] senza interventi umani». Segnatamente, in applicazione dei principi di correttezza e trasparenza, il considerando in discorso richiede agli intermediari bancari di utilizzare procedure matematiche o statistiche “appropriate” per la profilazione, e di adottare misure tecniche e organizzative “adeguate” al fine di consentire la rettifica dei dati inesatti e di impedire possibili effetti discriminatori⁴⁵.

Non va infine trascurato che la declinazione in concreto delle disposizioni contenute nel GDPR è agevolata da una serie di linee guida elaborate dal “Gruppo di lavoro Articolo 29 per la protezione dei dati” (WP29), poi sostituito dal “Comitato europeo per la Protezione dei Dati” (EDPB). In particolare, assumono significativo rilievo le *Linee Guida sulla profilazione* emanate nel 2017 e poi emendate nel 2018, le

⁴⁴ F. MATTASSOGLIO, *La valutazione “innovativa” del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, cit., 211; F. BAGNI, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea*, in *Oss. fonti*, 2021, 915. Tuttavia, come si vedrà nel prosieguo, il ricorso a tali basi giuridiche sembra incontrare nella pratica alcune difficoltà.

⁴⁵ Il considerando, in particolare, fa riferimento a possibili discriminazioni «sulla base della razza o dell'origine etnica, delle opinioni politiche, della religione o delle convinzioni personali, dell'appartenenza sindacale, dello status genetico, dello stato di salute o dell'orientamento sessuale».

quali fanno espresso riferimento in diversi passaggi all'attività di *rating* automatizzato degli istituti bancari, fornendo al contempo alcuni esempi pratici di profilazione conforme ai principi del Regolamento. Ad esempio, rispetto agli obblighi di informazione e trasparenza del titolare del trattamento poc'anzi richiamati, è specificato che la logica e i criteri sui quali si basa una decisione dovrebbero essere comunicati con un linguaggio semplice e che le informazioni fornite, pur non implicando la divulgazione dell'algoritmo, dovrebbero essere sufficientemente complete per comprendere appieno i motivi di tale decisione.

5. *L'insufficienza della disciplina sul trattamento dei dati personali in relazione ai sistemi più evoluti di credit scoring.*

La normativa sul trattamento dei dati personali prevede, dunque, una serie di regole particolarmente incisive cui gli intermediari devono necessariamente conformarsi ai fini dello svolgimento dell'attività di valutazione del merito creditizio.

Tuttavia, tali regole non appaiono sufficienti a garantire una piena tutela al consumatore che richiede il credito, lasciando eccessivo spazio all'*accountability* delle singole banche e non elidendo tutti i rischi che possono discendere dai trattamenti basati su *Big Data* e su sistemi di *machine learning* e *deep learning*.

Ciò che manca, in particolare, è l'espressa attribuzione all'interessato di un diritto alla spiegazione della decisione adottata (*ex post*)⁴⁶, il che rende possibile l'esistenza di sistemi che si configurano

⁴⁶ Per la verità, il diritto alla "spiegazione" dell'interessato è espressamente menzionato nel considerando n. 71 del GDPR, ove si afferma che: «[i]l trattamento dovrebbe essere subordinato a garanzie adeguate, che dovrebbero comprendere la specifica informazione all'interessato e il diritto di ottenere l'intervento umano, di esprimere la propria opinione, di ottenere una *spiegazione* della decisione conseguita dopo tale valutazione e di contestare la decisione». Epperò, come rilevano S. WACHTER, B. MITTELSTADT e L. FLORIDI, *Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making Does Not Exist in the General Data Protection Regulation*, in *IDPL*, vol. 7, n. 2, 2017, 76 ss., è assai significativo che il riferimento al diritto alla spiegazione, originariamente inserito nella Proposta di Regolamento in una disposizione vincolante (nell'attuale art. 22), sia stato poi espunto dal testo sottoposto ad approvazione legislativa e relegato all'area dei considerando. Per una ricostruzione della genesi della disposizione, si veda anche C. DJEFFAL, *The Normative Potential*

quali vere e proprie *black box*⁴⁷, il cui *output* non è spiegabile né interpretabile dall'uomo e dunque, in definitiva, neppure concretamente contestabile⁴⁸.

Certo, un ruolo importante, in questo contesto, anche ai fini della contestazione, può essere svolto dal diritto di accesso previsto dall'art. 15 lett. h, del GDPR, che, collegandosi agli obblighi informativi sanciti dall'art. 13, consente all'interessato, in caso di processo decisionale automatizzato, di ottenere «informazioni significative sulla logica utilizzata»⁴⁹. Tuttavia, in linea di principio, l'esercizio di tale diritto permette di ricevere solamente informazioni di carattere generale sul funzionamento del sistema, ossia sul metodo e sui criteri utilizzati, coi limiti legati alla tutela del segreto commerciale⁵⁰, senza estendersi

of the European Rule on Automated Decisions: a New Reading for Art. 22 GDPR, in *ZaöRV*, 80/2020, 847 ss. Secondo alcuni autori, per la verità, un diritto alla spiegazione potrebbe desumersi dall'art. 15 del GDPR sul diritto di accesso dell'interessato (E. TROISI, *Decisione algoritmica, black-box e AI etica: il diritto di accesso come diritto a ottenere una spiegazione*, in *Jus Civile*, 2022, 953 ss.) o comunque dal complessivo quadro normativo (G. CARAPEZZA FIGLIA, *Decisioni algoritmiche tra diritto alla spiegazione e divieto di discriminare*, in *Persona e mercato*, 2023, 638 ss.); altri invece negano una simile interpretazione dell'art. 15 GDPR, non essendovi piena sintonia tra il dato letterale della disposizione e il considerando n. 71 del Regolamento (S. WACHTER, B. MITTELSTADT e L. FLORIDI, *op. cit.*; G. FINOCCHIARO, *Intelligenza Artificiale e protezione dei dati personali*, in *Giur. it.*, 2019, 1675). Per un quadro generale sull'argomento v. anche E. PELLECCIA, *Profilazione e decisioni automatizzate al tempo della black box society: qualità dei dati e leggibilità dell'algoritmo nella cornice della responsible research and innovation*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2018, 1209 ss.

⁴⁷ F. PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information*, Cambridge-Londra, 2015.

⁴⁸ A. SIMONCINI, *L'algoritmo incostituzionale: intelligenza artificiale e il futuro delle libertà*, in *BioLaw*, 2019, 83.

⁴⁹ Cfr., in particolare, l'interpretazione dell'art. 15, lett. h, del GDPR, recentemente proposta nelle conclusioni dell'Avvocato generale della Corte di giustizia dell'Unione europea Jean Richard de la Tour del 12 settembre 2024 (Causa C-203/22), in cui, secondo un approccio di tipo funzionale, si afferma che il diritto di accesso ivi sancito è strettamente collegato all'esercizio dei diritti garantiti dall'art. 22 GDPR, tra cui il diritto di contestare la decisione automatizzata.

⁵⁰ Nelle conclusioni dell'Avvocato generale richiamate nella nota precedente, si esclude, coerentemente con le esigenze di tutela del segreto commerciale, che il titolare sia tenuto a comunicare all'interessato gli algoritmi utilizzati nell'ambito del processo decisionale automatizzato, trattandosi peraltro di informazioni che, in ragione del loro carattere tecnico, presentano un livello di complessità tale da non

direttamente alla spiegazione delle ragioni e delle circostanze specifiche che, in concreto, hanno condotto a quella decisione individuale⁵¹.

Non può non scorgersi in quanto detto un potenziale *vulnus* di tutela per l'interessato, soprattutto in considerazione della crescente diffusione di sistemi basati su algoritmi informatici che, seppur progettati e strutturati secondo determinati criteri, sono in grado di evolvere in modo autonomo con modalità tecniche ed esiti non del tutto prevedibili *a priori*⁵².

poter essere comprese dalle persone che non dispongono di una competenza tecnica particolare. Si afferma poi che, in ogni caso, «quando le informazioni che devono essere fornite all'interessato in forza del diritto di accesso garantito dall'articolo 15, paragrafo 1, lettera h), [...] contengono dati personali di terzi tutelati da detto regolamento o un segreto commerciale, [...] dette informazioni devono essere comunicate all'autorità di controllo o all'organo giurisdizionale competenti affinché questi ultimi possano ponderare, con piena cognizione di causa e nel rispetto del principio di proporzionalità e della riservatezza di dette informazioni, gli interessi in gioco e stabilire la portata del diritto di accesso che deve essere riconosciuto a tale persona».

⁵¹ L'accesso, in sostanza, consentirebbe all'interessato di ottenere le medesime informazioni oggetto dell'informativa *ex ante*, prevista dagli articoli 13 e 14 del GDPR, e con le medesime finalità. Tale impostazione si rinviene anche nelle *Linee guida sul processo decisionale automatizzato* emanate dal WP29, dove si evidenzia che «L'articolo 15, paragrafo 1, lettera h), afferma che il titolare del trattamento deve fornire all'interessato informazioni sulle *conseguenze previste* del trattamento, piuttosto che una spiegazione di una *particolare* decisione». Per certi versi, il fatto che l'art. 15, lett. h, non abbia a oggetto le informazioni relative alle ragioni e alle circostanze individuali della specifica decisione adottata non sembra essere smentito neppure nelle recenti conclusioni dell'Avvocato generale richiamate nelle note 49 e 50. In esse, infatti, si afferma che le informazioni fornite all'interessato «devono essere sufficientemente complete e contestualizzate da consentire a detta persona di verificarne l'esattezza e se esista una coerenza e un nesso di causalità oggettivamente verificabile tra, da un lato, il metodo e i criteri utilizzati e, dall'altro, il risultato cui è pervenuta la decisione automatizzata di cui trattasi». In questo senso, all'assenza di un diritto alla spiegazione della singola decisione adottata sembra dover supplire la possibilità di ricevere informazioni di carattere generale sul sistema (nello specifico, i fattori presi in considerazione ai fini del processo decisionale e la loro rispettiva rilevanza a livello aggregato), le quali dovrebbero consentire all'interessato di addivenire comunque a comprendere (per lo meno indirettamente) il motivo della decisione.

⁵² F. BAGNI, *op. cit.*, 924.

Un'effettiva tutela dell'interessato richiederebbe, pertanto, di adottare un approccio sostanziale e non meramente formale per la *compliance* con la normativa sulla *privacy*, assicurando l'effettiva spiegabilità e interpretabilità delle decisioni fornite dai modelli. Il che vorrebbe dire, in concreto, vietare espressamente gli algoritmi che producono essi stessi criteri di inferenza non identificabili neppure dai programmatori o strutturati secondo logiche di natura non deterministica⁵³, i quali si comportano, per l'appunto, come delle *black box*⁵⁴. Solo in questo modo, infatti, può essere realmente garantita la possibilità di contestare le modalità con cui la valutazione viene condotta, espressamente prevista dal GDPR⁵⁵.

Deve rilevarsi, inoltre, che le regole e i principi fondamentali stabiliti dal Regolamento lasciano aperti alcuni dubbi anche sulle tipologie di dati che possono essere utilizzati ai fini dello *scoring*.

In particolare, se certamente risolutiva è la previsione che esclude il ricorso ai dati sensibili, in quanto facilmente discriminatori, o quella relativa alla possibilità di rettificare i dati erronei, non è invece semplice comprendere in che modo debba darsi attuazione ai principi di minimizzazione e pertinenza, atteso che in astratto (quasi) qualsiasi

⁵³ Si pensi alla diffusione di algoritmi elaborati sulla base di reti di apprendimento "neurali", ovvero di algoritmi basati su logiche cosiddette *fuzzy* – o di logica sfumata – cioè algoritmi non vincolati al solo criterio di verità/falsità, ma anche a criteri di parziale verità-parziale falsità. Come rileva A. SIMONCINI, *op. cit.*, 79, in tutti questi casi «la stessa pretesa di "avere informazioni rilevanti sulla logica" delle decisioni potrebbe non avere senso».

⁵⁴ Su un possibile divieto all'utilizzo di tali tipi di algoritmi cfr. R. MESSINETTI, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale. Potere decisionale dell'apparato tecnologico e diritto alla spiegazione della decisione automatizzata*, in *Contr. Impr.*, 2019, 889; E. TROISI, *op. cit.*, 953 ss., spec. 974-975.

⁵⁵ Anche se, per la verità, talvolta è possibile studiarne il comportamento analizzando le risposte che esso produce a fronte delle sollecitazioni che riceve. I c.d. "*explanatory tools*" (o "*post-hoc explanation techniques*", cfr. J. ZHONG e E. NEGRE, *AI: To interpret or to explain?*, Congrès Inforsid, 2021, <https://hal.science/hal-03529203>) sono in grado di ricostruire *ex-post* il funzionamento di taluni modelli decisionali "opachi", trovando i collegamenti tra le caratteristiche dei dati di *input* e i risultati o costruendo un modello più semplice per approssimare il modello originale. Critico sull'affidabilità delle "spiegazioni" così ottenute è C. RUDIN, *Stop Explaining Black Box Machine Learning Models for High Stakes Decisions and Use Interpretable Models Instead*, in *Nature Machine Intelligence*, vol. 1, n. 5, 2019, 206 ss.

dato relativo al cliente, in quanto indicativo di un comportamento, può essere utilizzato per valutarne l'affidabilità. Il che sembra lasciare aperta la possibilità di prendere in considerazione dati non strutturati e non finanziari, come ad esempio i dati di navigazione, *digital footprint*, e le informazioni conferite sui *social network*⁵⁶, la cui qualità non è assicurata da alcuna fase di verifica o validazione e la cui capacità predittiva è tutt'altro che certa.

Si noti, infine, che nei sistemi di *machine learning*, i quali si perfezionano in modo autonomo, le variabili predefinite non sono le uniche a rilevare, divenendo determinanti anche i dati desunti o inferiti dal sistema sulla base di correlazioni statistiche probabilistiche⁵⁷. Pertanto, anche laddove siano stati correttamente individuati i dati da utilizzare, è possibile che il sistema crei poi correlazioni di dati errate o che conducono a decisioni discriminatorie.

6. *La necessità di una disciplina sul credit scoring ai fini della compliance con il GDPR.*

Quanto detto evidenzia l'importanza di una regolamentazione *ad hoc* per il *credit scoring*, la quale risulta ancor più necessaria se si considera che, in mancanza, i sistemi in discorso rischiano in concreto

⁵⁶ Cfr. T. BERG, V. BURG, A. GOMBOVIC, M. PURI, *On the Rise of Fintech: Credit Scoring using Digital Footprint*, in *RFS*, 2020. Sul punto, v. anche M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, cit., 181 ss.

⁵⁷ Ecco perché non ha convinto l'argomentazione utilizzata da Apple-Card, nel 2019, per far fronte allo scandalo sorto negli USA in relazione al caso di un uomo che aveva ricevuto una linea di credito di molto superiore a quella offerta alla moglie, sebbene i due avessero presentato dichiarazioni dei redditi comuni, vivessero nella stessa casa e possedessero lo stesso immobile. La difesa della società emittente di Apple-Card aveva infatti facilmente dimostrato che i suoi algoritmi «non usano nemmeno il genere come input» e «non prendono decisioni basate su fattori come il genere». Tuttavia, tale argomentazione è apparsa inadeguata ai giudici, proprio per il fatto che un algoritmo cieco al genere potrebbe comunque essere pregiudizievole fintanto che trae inferenza statistica da *input* che sono correlati al genere, come la cronologia degli acquisti e l'utilizzo del credito. Sul punto, efficacemente, M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-tech*, cit., 482, la quale afferma che linea difensiva di Apple-Card «non ha convinto perché finisce per riflettere l'errata opinione diffusa secondo cui la rimozione di *input* e *proxy* algoritmici difettosi su caratteristiche protette è di per sé idonea e sufficiente ad eliminare i pregiudizi dell'IA».

di non potere essere correttamente adoperati. Ciò soprattutto a seguito della sentenza della Corte di giustizia poc'anzi citata⁵⁸, la quale ha sciolto ogni dubbio sul fatto che i sistemi di *credit scoring* ricadano nell'ambito applicativo dell'art. 22 del GDPR e siano, perciò, in linea di principio vietati.

Infatti, anche se, come si è accennato, il divieto relativo ai processi decisionali automatizzati subisce alcune eccezioni, la possibilità di avvalersene per ricorrere in modo lecito ai nuovi sistemi di *credit scoring* sembra presentare nella pratica alcune difficoltà e andare incontro a diversi limiti.

Occorre ricordare, infatti, che dal punto di vista normativo l'obbligo di cui all'art. 8. della Direttiva 2008/48/CE riguarda soltanto lo svolgimento, prima della conclusione di un contratto di credito, di un'attenta valutazione del merito creditizio e non anche le concrete modalità per il suo svolgimento. L'eventuale utilizzo dell'intelligenza artificiale e di dati alternativi per assolvere tale compito è pertanto frutto di una scelta dell'intermediario, probabilmente motivata da ragioni di efficienza, ma comunque non obbligata. Il che rende difficile invocare l'eccezione della necessità del trattamento per giustificare il ricorso ai nuovi sistemi di *credit scoring*, almeno finché la nozione di necessità è interpretata in modo restrittivo⁵⁹. Ad oggi, infatti, la circostanza per la quale il processo decisionale automatizzato riduca le possibilità di errore umano o consenta di prendere decisioni in tempi brevi o di migliorare l'efficienza non sembra essere ritenuta da sola condizione sufficiente per dimostrare che tale tipo di trattamento sia necessario per la conclusione o l'esecuzione del contratto di finanziamento tra il cliente e l'intermediario⁶⁰.

Certo, talvolta il coinvolgimento umano può essere in concreto difficilmente praticabile in ragione della notevole quantità di richieste e di dati da trattare, ma è bene evidenziare che l'esigenza di automatizzare l'attività può essere soddisfatta anche senza il ricorso a sofisticati sistemi di IA. Questa precisazione non è peregrina, se si

⁵⁸ Corte di giustizia, 7 dicembre 2023, *Schufa Holding (Scoring)*, cit.

⁵⁹ Cfr. *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679*, cit., 14.

⁶⁰ *Ibidem*. Un rapporto di funzionalità necessaria sussiste pertanto, ad oggi, solo tra la profilatura tradizionale non algoritmica e la conclusione del contratto di finanziamento.

considera che, come chiarito dall'*European Data Protection Supervisor* (EDPS), il titolare del trattamento deve essere in grado di dimostrare la necessità dello specifico trattamento praticato, la quale va valutata tenendo conto della possibilità di adottare un metodo più rispettoso della vita privata⁶¹. Pertanto, qualora esistano altri mezzi efficaci e meno invasivi per il conseguimento del medesimo obiettivo, difficilmente il trattamento potrà essere considerato “necessario”⁶².

Quanto al consenso, si deve tenere a mente che il GDPR prevede appositi requisiti per la sua validità, ponendo una particolare enfasi, per quanto qui di interesse, sul fatto che esso debba essere prestato liberamente. Come evidenziato nelle Linee guida elaborate dall'*European Data Protection Board* (EDPB) sulla nozione di consenso, la libertà di consenso al trattamento implica che l'interessato disponga di una scelta effettiva, senza sentirsi in alcun modo obbligato e senza subire conseguenze negative in caso di diniego al trattamento⁶³. L'art. 7, comma 4, del GDPR specifica infatti che, per valutare l'effettiva libertà della scelta, occorre, tra l'altro, tenere nella massima considerazione l'eventualità che la prestazione di un servizio sia stata condizionata al consenso per il trattamento di dati personali non necessario all'esecuzione del contratto. Ciò significa, in altre parole, che non c'è libertà di consenso in tutti quei casi in cui l'interessato si trovi nella necessità di accedere a un servizio e dal diniego al trattamento non necessario deriverebbe la mancata fornitura di tale servizio. Per tale motivo, come precisato nelle Linee guida poc'anzi richiamate, qualora il consenso costituisca un elemento non negoziabile dei termini e condizioni si deve presumere che esso non sia stato prestato liberamente. Una soluzione, in questo senso, potrebbe essere quella di rendere facoltativo il consenso alla valutazione mediante IA, permettendo comunque l'accesso al servizio a condizioni ragionevolmente diverse. Tale scelta, però, rischia di rivelarsi poco

⁶¹ *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679*, cit., 26. Cfr. anche EDPS, *Assessing the necessity of measures that limit the fundamental right to the protection of personal data: A Toolkit*, 11 aprile 2017, spec. 17 ss.

⁶² *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679*, cit., 26.

⁶³ *Linee guida 5/2020 sul consenso ai sensi del regolamento (UE) 2016/679*, adottate il 4 maggio 2020 dall'*European Data Protection Board* (EDPB), 8 ss.

efficace per gli intermediari, atteso l'elevato numero di clienti che potrebbero negare il proprio consenso⁶⁴. Tutto ciò, come evidente, solleva inevitabilmente alcune perplessità sulla concreta possibilità di utilizzare il consenso per legittimare il ricorso al *credit scoring*.

La base giuridica più solida per l'eventuale utilizzo dei sistemi innovativi di valutazione del merito creditizio parrebbe dunque essere quella di cui alla lettera b) dell'art. 22 GDPR, ossia l'esistenza di una legge che lo autorizzi e che preveda misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato, come accade per esempio in Germania⁶⁵. In mancanza, come visto, vi è il rischio di ricorrere a tali sistemi in modo non conforme al GDPR.

⁶⁴ Si vedano, peraltro, le riflessioni di D. IMBRUGLIA, *Le presunzioni delle macchine e il consenso dell'interessato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2023, 941 ss., il quale critica la scelta del legislatore di includere il consenso, sia pure esplicito, dell'interessato tra le basi di giustificazione di una decisione interamente basata sull'*output* determinato dalla previsione automatizzata, in quanto lo strumento in discorso «non risponde[rebbe] al conflitto che tale tipo di tecnologia solleva con i principi indisponibili di non discriminazione e di razionalità della decisione personalmente rilevante». L'Autore, infatti, ritiene che il consenso dell'interessato sia idoneo a risolvere principalmente i problemi che si verificano allorché la tecnologia “incontra” la personalità dei singoli (a es. la propria integrità fisica), non potendo invece essere adoperato qualora, come nel caso di specie, vengano in gioco interessi collettivi indisponibili, relativi alla necessità che il trattamento automatizzato risponda ai principi di razionalità e non discriminazione. Diversamente, per l'Autore, si finirebbe per «trasformare il consenso del singolo in una sorta di “patente illimitata” che lascia i principi caratterizzanti quel processo (di non discriminazione e di razionalità della decisione) senza tutela davanti ad atti assunti in palese contrasto» (944). In questa prospettiva, secondo l'Autore, l'interprete potrebbe escludere l'idoneità del consenso *ex art. 22* a giustificare quelle decisioni che, in quanto basate su inferenze oscure e spurie, risultano in contrasto con i principi di non discriminazione e di razionalità della decisione attorno ai quali l'ordinamento articola quel procedimento. Non può non evidenziarsi come la figura del consenso dell'interessato nel trattamento dei dati personali riscontri da sempre un grande interesse da parte della dottrina, a partire da S. RODOTÀ, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, Bologna, 1973, 45; ID., *La privacy tra individuo e collettività*, in ID., *Tecnologie e diritti*, cit., 23; ID., *Protezione dei dati e circolazione delle informazioni*, *ivi*, 43. Più di recente, sul tema, A. GENTILI, *La volontà nel contesto digitale: interessi del mercato e diritti delle persone*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2022, 701.

⁶⁵ Anche se, nelle conclusioni dell'Avvocato generale della Corte di giustizia dell'Unione europea Priit Pikamäe del 16 marzo 2023 (causa C-634/21, *Schufa Holding (Scoring)*) vengono messi in rilievo alcuni dubbi sul fatto che l'art. 31 del

7. La regolazione del fenomeno nella Direttiva sul credito al consumo (CCD II) e nel nuovo Regolamento UE sull'intelligenza artificiale: il superamento di alcuni problemi lasciati aperti dal GDPR.

Le problematiche e le criticità emerse in relazione ai nuovi sistemi di *credit scoring* trovano adesso alcune risposte in due recenti provvedimenti dell'Unione europea: la nuova Direttiva sul credito al consumo (c.d. CCD II) e il Regolamento sull'Intelligenza Artificiale.

Sebbene tali atti normativi non appaiano di per sé idonei a costituire una valida base giuridica ai sensi dell'art. 22 GDPR⁶⁶, essi prendono espressamente in considerazione i sistemi in discorso, stabilendo specifiche misure volte a tutelare i diritti del soggetto interessato e a prevenire i rischi a essi sottesi.

Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) costituisca una base giuridica nazionale, ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 2, lettera b), del RGPD, in quanto esso disciplinerebbe solo l' "uso" di un tasso di probabilità da parte degli operatori economici e non il calcolo in quanto tale del suddetto tasso. Tale articolo sembrerebbe perciò inteso a disciplinare una fattispecie diversa da quella rientrante nell'ambito di applicazione *ratione materiae* dell'articolo 22 del RGPD, ma la valutazione di tale aspetto compete, in ogni caso, al giudice nazionale.

⁶⁶ Ciò in quanto la Direttiva, che dovrà comunque essere recepita dal legislatore nazionale entro il 20 novembre 2025, non contiene alcuna previsione volta espressamente ad autorizzare lo svolgimento della valutazione del merito di credito mediante processi decisionali automatizzati, limitandosi a prevedere per tale eventualità una serie di tutele che devono essere riconosciute all'interessato, senza offrire però una disciplina di dettaglio sulle procedure e sui dati concretamente utilizzabili. L'utilizzo Regolamento sull'IA come base giuridica per il processo decisionale interamente automatizzato è invece espressamente escluso dal considerando n. 140 dello stesso, ove si legge: «il presente regolamento non dovrebbe costituire una base giuridica ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 2, lettera b), del regolamento (UE) 2016/679 e dell'articolo 24, paragrafo 2, lettera b), del regolamento (UE) 2018/1725». Non può tuttavia non rilevarsi come da una lettura complessiva dei provvedimenti appena richiamati emerga un quadro di regole particolarmente efficaci per la tutela del soggetto su cui ricade la valutazione. Tale quadro è completato peraltro da alcuni provvedimenti delle autorità di vigilanza nazionali ed europee che hanno previsto regole più specifiche sui sistemi in discorso, introducendo anche un controllo che riguarda, tra l'altro, la tipologia di dati utilizzati e le modalità con cui è assicurata la qualità degli stessi, nonché la praticabilità del modello di *credit scoring* adottato (si veda, soprattutto, BCE, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi fintech*, marzo 2018; EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020).

La CCD II⁶⁷, in particolare, prevede opportunamente una serie di garanzie per il consumatore per il caso in cui la valutazione del merito creditizio comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali. In particolare, risulta di assoluto rilievo l'espressa previsione del diritto di chiedere e ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio, potendosi così superare le incertezze lasciate aperte dal GDPR di cui si è dato conto nelle pagine precedenti. A ciò si aggiunge la possibilità di esprimere al creditore la propria opinione e di chiedere un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito⁶⁸.

Con la direttiva in parola, inoltre, il legislatore ha operato una vera e propria scelta di campo, escludendo espressamente la possibilità di utilizzare le informazioni ottenute tramite i *social network* ai fini della valutazione del merito creditizio⁶⁹ e richiedendo, in linea di principio, l'esistenza di una correlazione tra la situazione economico-finanziaria del singolo e le informazioni da processare. In questo contesto, si noti, i *dati social* vengono equiparati alle categorie particolari di dati di cui all'art. 9, par. 1, del GDPR, il cui utilizzo è pure espressamente vietato dalla direttiva, a prescindere da un eventuale consenso del consumatore.

⁶⁷ Direttiva 2023/2225/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE.

⁶⁸ Art. 18, par. 8, lett. a), b) e c), Direttiva 2023/2225/UE.

⁶⁹ All'art. 18, rubricato «Obbligo di valutazione del merito creditizio del consumatore» la direttiva stabilisce che «La valutazione del merito creditizio è effettuata sulla base di informazioni pertinenti e accurate sul reddito e sulle spese del consumatore e su altre informazioni sulla situazione economica e finanziaria, che siano necessarie e proporzionate rispetto alla natura, alla durata, al valore e ai rischi del credito per il consumatore. [...] Dette informazioni non includono le categorie particolari di dati di cui all'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/679. Le informazioni sono ottenute da pertinenti fonti interne o esterne, incluso il consumatore e, ove necessario, sulla base di una consultazione di una banca dati di cui all'articolo 19 della presente direttiva. *I social network non sono considerati una fonte esterna ai fini della presente direttiva*» (corsivo aggiunto). A sua volta, l'art. 19, rubricato «Banche dati» prevede: «I creditori e gli intermediari del credito non trattano le categorie particolari di dati di cui all'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/679 e i dati personali trattati dai social network che potrebbero essere contenuti nelle banche dati di cui al paragrafo 1 del presente articolo».

Regole più specifiche sulla strutturazione e l'utilizzo dei sistemi di *credit scoring* si rinvengono, poi, nel nuovo Regolamento sull'intelligenza artificiale⁷⁰, il quale si propone di creare le condizioni per far sì che l'innovazione tecnologica possa svilupparsi in condizioni di sicurezza, assicurando il rispetto dei valori, dei diritti fondamentali e dei principi dell'UE⁷¹. Tutto ciò, mettendo al centro la tutela della persona e promuovendo l'idea che le attività basate su sistemi di IA siano affidabili, etiche e sicure⁷².

L'approccio adottato con il Regolamento è dichiaratamente *risk oriented*, con la previsione di misure graduate in ragione del livello di rischio connesso allo specifico utilizzo dell'intelligenza artificiale. In particolare, alcune applicazioni o pratiche basate sulle tecnologie di IA sono considerate inaccettabili e dunque esplicitamente vietate (ad

⁷⁰ Regolamento 2024/1689/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale e modifica i regolamenti (CE) n. 300/2008, (UE) n. 167/2013, (UE) n. 168/2013, (UE) n. 2018/858, (UE) n. 2018/1139 e (UE) n. 2019/2144 e le direttive (UE) n. 2014/90, (UE) n. 2016/797 e (UE) n. 2020/1828. L'interesse della dottrina si è manifestato sin da subito con la Proposta di Regolamento, potendosi segnalare, tra le prime riflessioni, quelle di G. ALPA, *Quale modello normativo per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 2021, 1003 ss.; V. LEMMA, *Intelligenza artificiale e sistemi di controllo: quali prospettive regolamentari?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2 al n. 3, 2021, 319 ss.; C. CASONATO e B. MARCHETTI, *Prime osservazioni sulla proposta di regolamento dell'Unione Europea in materia di intelligenza artificiale*, in *BioLaw*, 2021, 415 ss.; G. FINOCCHIARO, *La proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale: il modello europeo basato sulla gestione del rischio*, in *Il Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2022, 303 ss.; G. RESTA, *Cosa c'è di "europeo" nella Proposta di Regolamento UE sull'intelligenza artificiale?*, *ivi*, 2022, 323 ss. Analizzano la Proposta con specifico riguardo alla regolamentazione del *credit scoring*, L. AMMANNATI e G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, *cit.*, 501 ss.; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, *cit.*, 192 ss.; D. DI SABATO e G. ALFANO, *L'impiego dell'IA per condizionare e valutare le persone tra limitazioni e divieti: qualche considerazione critica sulla proposta di Regolamento sull'IA elaborata dalla Commissione europea*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, 281 ss.

⁷¹ Cfr. considerando n. 1. del Regolamento 2024/1689/UE.

⁷² In questo senso, all'art. 1 si precisa che l'obiettivo Regolamento è quello di promuovere la diffusione di un'intelligenza artificiale « antropocentrica e affidabile, garantendo nel contempo un livello elevato di protezione della salute, della sicurezza e dei diritti fondamentali sanciti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, compresi la democrazia, lo Stato di diritto e la protezione dell'ambiente, contro gli effetti nocivi dei sistemi di IA nell'Unione, e promuovendo l'innovazione».

esempio, sistemi che adottano tecniche subliminali che agiscono senza che una persona ne sia consapevole o tecniche manipolative aventi lo scopo o l'effetto di distorcere il comportamento umano⁷³); altri utilizzi dell'IA sono considerati ad alto rischio e dunque sottoposti alla previsione di una serie di verifiche e presidi volti ad escludere o quantomeno minimizzare i potenziali danni⁷⁴; altri ancora sono ritenuti a "basso rischio" e per tale motivo è rimessa alla discrezione dei produttori e degli utilizzatori l'eventuale adozione, su base volontaria, delle precauzioni previste per gli usi dell'IA classificati come "ad alto rischio"⁷⁵.

I sistemi di intelligenza artificiale utilizzati per il *credit scoring* delle persone fisiche rientrano tra quelli considerati "ad alto rischio"⁷⁶ in ragione del loro impatto su alcuni interessi fondamentali degli individui e del pericolo relativo all'introduzione o perpetuazione di dinamiche di discriminazione nella valutazione della loro affidabilità creditizia. Per tale motivo, è previsto il rispetto di specifici requisiti di liceità, la cui sussistenza è verificata nell'ambito di una apposita valutazione di conformità e dimostrata nella documentazione tecnica redatta dal fornitore.

Più precisamente, affinché l'utilizzo dell'intelligenza artificiale per la valutazione del merito creditizio sia conforme ai valori etici e di affidabilità perseguiti dal legislatore europeo – e dunque per l'immissione di tali applicativi nel mercato – è richiesta la

⁷³ Art. 5, par. 1, lett. a) del Regolamento 2024/1689/UE.

⁷⁴ Ai sistemi ad alto rischio è dedicato l'intero Capo III del Regolamento 2024/1689/UE.

⁷⁵ In particolare, all'art. 95 del Regolamento 2024/1689/UE è previsto che la l'ufficio per l'IA e gli Stati membri incoraggino e agevolino l'elaborazione di codici di condotta volti a promuovere l'applicazione volontaria dei requisiti stabiliti per i sistemi ad alto rischio anche agli altri sistemi di IA.

⁷⁶ Cfr. l'Allegato III, punto. 5, lett. b) del Regolamento 2024/1689/UE. Sono escluse dall'elenco dei sistemi ad alto rischio le pratiche di *credit scoring* algoritmico volte a verificare il merito di credito delle imprese. D'altra parte, rispetto a queste ultime non si ripropongano le medesime preoccupazioni che i nuovi modelli di valutazione del merito creditizio destano con riferimento alle persone fisiche. Anzi, soprattutto in relazione alle PMI e alle imprese innovative di recente costituzione (prive, dunque, di una significativa storia creditizia), l'utilizzo di dati alternativi può essere un importante strumento per l'accesso al credito, permettendo al contempo all'ente finanziatore di effettuare una migliore valutazione circa l'effettiva messa in atto di condotte socialmente responsabili (secondo i c.d. parametri ESG).

predisposizione di un sistema di gestione dei rischi che consenta l'identificazione, la stima e la valutazione dei rischi che possono emergere in relazione a tale utilizzo, in modo tale da permetterne l'eliminazione o l'attenuazione attraverso un'adeguata progettazione del sistema⁷⁷. Inoltre, al fine di garantire la tracciabilità del loro funzionamento, è previsto che i sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio siano progettati e sviluppati con capacità che consentano la registrazione automatica degli eventi (c.d. “log”)⁷⁸.

L'*AI Act* detta anche alcune regole specifiche sui dati e sulla loro *governance*, stabilendo, in particolare, che i sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio siano sviluppati sulla base di *set* di dati di addestramento, convalida e prova pertinenti, sufficientemente rappresentativi e, nella misura del possibile, esenti da errori e completi nell'ottica della finalità prevista⁷⁹. Tali *set* di dati devono possedere le proprietà statistiche appropriate per quanto riguarda le persone o i gruppi di persone in relazione ai quali il sistema di IA ad alto rischio è destinato a essere usato⁸⁰. Essi, inoltre, devono essere soggetti a misure di *governance* adeguate, che comprendono la valutazione delle possibili distorsioni⁸¹ nonché le misure idonee per individuare, prevenire e attenuare tali possibili distorsioni⁸².

Di centrale rilievo è, poi, la previsione secondo cui ciascun sistema di IA deve essere progettato e sviluppato in maniera tale da garantire che il suo funzionamento sia sufficientemente trasparente da consentire al soggetto che lo utilizza (c.d. *deployer*) di interpretare l'*output* del sistema e utilizzarlo adeguatamente⁸³. Ciò anche al fine di poter spiegare le decisioni adottate alla persona interessata, e permetterne l'eventuale contestazione dinanzi all'autorità nazionale competente.

Occorre evidenziare, infatti, che il Regolamento sull'intelligenza artificiale sancisce espressamente il diritto dell'interessato alla

⁷⁷ Art. 9 del Regolamento 2024/1689/UE.

⁷⁸ Art. 12 del Regolamento 2024/1689/UE.

⁷⁹ Art. 10 par. 3 del Regolamento 2024/1689/UE.

⁸⁰ Art. 10 par. 3 del Regolamento 2024/1689/UE.

⁸¹ Art. 10 par. 2 lett. f) del Regolamento 2024/1689/UE.

⁸² Art. 10 par. 2 lett. g) del Regolamento 2024/1689/UE.

⁸³ Art. 13 del Regolamento 2024/1689/UE.

spiegazione dei singoli processi decisionali⁸⁴, colmando perciò definitivamente uno dei principali limiti del GDPR⁸⁵. In particolare, è previsto il «diritto di ottenere dal deployer spiegazioni chiare e significative sul ruolo del sistema di IA nella procedura decisionale e sui principali elementi della decisione adottata». La disposizione potrebbe apparire un po' scarna e addirittura non in grado di assicurare una piena tutela rispetto all'utilizzo di sistemi opachi; tali perplessità, tuttavia, sono destinate a venire meno leggendo la disposizione in discorso congiuntamente ad altre importanti previsioni del Regolamento. L'insieme di queste regole, infatti, non sembra lasciar molto spazio a sistemi che si configurino come *blackbox*.

In questo senso, oltre alla citata regola sulla trasparenza, che impone la progettazione di sistemi il cui *output* sia, tra l'altro, "interpretabile" dal soggetto che li utilizza, riveste un significativo rilievo l'introduzione, nel Regolamento, di un principio di "sorveglianza umana". Segnatamente, allo scopo di prevenire o ridurre al minimo i pericoli legati all'utilizzo dell'intelligenza artificiale, è previsto che i sistemi ad alto rischio siano progettati e sviluppati in modo tale da poter essere efficacemente supervisionati, durante il periodo in cui sono in uso, da persone fisiche⁸⁶, le quali oltre ad essere in grado di comprendere appieno le capacità e i limiti del sistema, devono

⁸⁴ Art. 86 del Regolamento 2024/1689/UE, rubricato «Diritto alla spiegazione dei singoli processi decisionali», il cui par. 1 stabilisce che «Qualsiasi persona interessata oggetto di una decisione adottata dal deployer sulla base dell'output di un sistema di IA ad alto rischio elencato nell'allegato III, ad eccezione dei sistemi elencati al punto 2 dello stesso, e che produca effetti giuridici o in modo analogo incida significativamente su tale persona in un modo che essa ritenga avere un impatto negativo sulla sua salute, sulla sua sicurezza o sui suoi diritti fondamentali ha il diritto di ottenere dal deployer spiegazioni chiare e significative sul ruolo del sistema di IA nella procedura decisionale e sui principali elementi della decisione adottata».

⁸⁵ In generale, sui rapporti tra il GDPR e il nuovo Regolamento sull'intelligenza artificiale, si veda A. LOMBARDI, *Disciplina della tutela dei dati personali e regolazione dell'intelligenza artificiale: rapporti, analogie e differenze tra GDPR e AI Act*, in *European Journal of Privacy Law & Technologies*, 240 ss.; P. FALLETTA e A. MARSANO, *Intelligenza artificiale e protezione dei dati personali: il rapporto tra Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale e GDPR*, in *Rivista italiana di informatica e diritto*, 2024, 119 ss.

⁸⁶ Si vedano al riguardo le considerazioni di D. ROSSANO, *L'intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3, 2021, 222 ss.

monitorarne il funzionamento (anche al fine di individuare e affrontare anomalie o disfunzioni) ed eventualmente intervenire sul sistema medesimo, interpretarne correttamente gli *output* e, se necessario, decidere di «ignorare, annullare o ribaltare» le indicazioni da esso fornite⁸⁷. In questo modo, si attribuisce agli interessati una tutela più ampia e incisiva rispetto a quella sancita dall'art. 22 del GDPR, ove «il diritto di ottenere l'intervento umano» non è assistito da misure che ne assicurino concretamente l'effettività⁸⁸.

Complessivamente, pertanto, non possono non accogliersi positivamente le novità introdotte dal legislatore europeo, le quali, per quanto qui di interesse, muovono nella giusta direzione, consentendo di sfruttare le potenzialità e i benefici della c.d. intelligenza artificiale applicata alla valutazione del merito di credito, e riducendo al contempo al minimo il rischio di decisioni errate o distorte, in una prospettiva che mette al centro la persona e la tutela dei suoi diritti fondamentali.

ⁱ V. Corte Giust. UE, 11.1.2024, causa n. 755/22, ECLI:EU:C:2024:10. V. già Corte Giust. UE, 6.6.2019, causa n. 58/18, ECLI:EU:C:2019:467.

ⁱⁱ V. Trib. Pescara, 2.7.2024, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/31724.pdf>.

ⁱⁱⁱ V. Trib. Torino, 14.6.2024, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/31680.pdf>; e Trib. Napoli, 11.1.2023, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/28648.pdf>, per cui per gli intermediari creditizi la situazione debitoria del consumatore è sempre conoscibile, anche in assenza o in caso di inesattezza delle informazioni rese loro dal potenziale sovvenuto. Cfr., tuttavia, Trib. Torino, 14.4.2024, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo URL <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/28485.pdf>, per cui le omissioni del consumatore, se possono avere incidenza sul piano sia del giudizio di sua meritevolezza ai fini dell'accesso alla procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento, sia dell'annullabilità del contratto di finanziamento.

^{iv} Cfr. Cass., ord., 30.6.2021, n. 18610, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1094 ss., e Cass., 14.9.2021, n. 24725, in *Foro it.*, 2021, I, 3897 ss., che, nel riconsiderare la responsabilità della banca per concessione abusiva di credito, ha individuato nelle linee guida licenziate dalla European Banking Authority (v. gli «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti» EBA, 29.5.2020, ABE/GL/2020/06) un parametro orientativo della discrezionalità giudiziale, nel senso

⁸⁷ Art. 14 del Regolamento 2024/1689/UE, rubricato «Sorveglianza umana».

⁸⁸ Sul punto, cfr. C. CASONATO e B. MARCHETTI, *op. cit.*, 428.

che la conformità a esse della condotta della banca tendenzialmente ne esclude la responsabilità in discorso.

^v V. Trib. Ancona, 2.2.2024, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo *URL* https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/uploads/admin_files/Trib--Ancona_.pdf, per cui la mancanza d'un corretto *creditworthiness assessment* formerebbe oggetto non già di un'eccezione d'inadempimento, ma dovrebbe essere qualificata come un'eccezione riconvenzionale fondata su un illecito extra-contrattuale.

^{vi} V., oltre a Trib. Pescara, 2.7.2024, cit., Trib. Asti, 8.1.2024, reperibile all'indirizzo *web* corrispondente allo *URL* https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/uploads/admin_files/Trib-Asti_10-1-2024.pdf.

La nozione di controllo ai fini del consolidamento dei bilanci nei gruppi bancari

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le differenti nozioni di controllo. – 2.1. La Direttiva comunitaria e la normativa nazionale. – 2.2. Il controllo “interno”. – 2.3. Il controllo “esterno”. – 3. Osservazioni.

1. Premessa

L'appartenenza di una pluralità di società ad un aggregato creditizio di ordine superiore può rendere particolarmente incerta e difficoltosa la lettura dei relativi bilanci civilistici, posto che se è vero che ciascuna di esse è tenuta alla redazione di un proprio documento d'esercizio in conformità alle disposizioni dettate dall'Ordinamento giuridico, è parimenti vero che tale stato di subordinazione potrebbe riverbarsi in un condizionamento più o meno incisivo della relativa attività gestoria, e pertanto i singoli documenti di periodica sintesi contabile potrebbero non risultare idonei ad epilogare in modo chiaro, veritiero e corretto non soltanto la consistenza del capitale di funzionamento e del reddito d'esercizio delle aziende componenti l'aggregato, ma neppure (anzi soprattutto) di quest'ultimo se riguardato nella sua interezza¹.

A fronte di tali peculiarità strutturali, la funzione che la regolazione ascrive al bilancio *consolidato* di gruppo è quella di sanare l'evidente asimmetria sussistente tra diritto ed economia e discendente dall'assunto che la forma giuridica deve sempre tenere conto della sostanza economica dei fenomeni disciplinati dal diritto², superando le parzialità e le limitatezze dell'informazione contabile promananti dai bilanci delle singole entità costituenti l'aggregato (che per la loro condizionata economia in esso perdono irrimediabilmente la propria individualità per recuperarla soltanto ad un livello sovra-ordinato) e dunque consentendo una precisa ed attendibile determinazione del reddito e del patrimonio del gruppo nonché dei connessi flussi

¹ M. PAOLONI, M. CELLI, *Teoria e fenomenologia dei gruppi aziendali*, Torino, 2022, 235.

² E. BOCCHINI, *Diritto della contabilità e delle imprese*, Torino, 2021, 723.

finanziari (c.d. “finalismo dominante” del bilancio consolidato³, del tutto speculare a quello stabilito dall’art. 2423 c.c. con riferimento al bilancio d’esercizio).

In ogni caso, preliminarmente alla redazione del bilancio consolidato da parte di qualunque tipologia di gruppo societario (dunque sia di gruppi bancari che aziendali *tout court*), ed in particolare ai fini dell’individuazione delle imprese del gruppo i cui bilanci devono obbligatoriamente venire ricompresi nel succitato documento di sintesi, assume fondamentale rilevanza per il diritto la corretta interpretazione della nozione di controllo societario.

2. Le differenti nozioni di controllo

2.1. La Direttiva comunitaria e la normativa nazionale

La VII Direttiva CEE (n. 349 del 13/06/1983) poneva l’obiettivo di disciplinare la redazione del bilancio consolidato di gruppo pur senza fornire una definizione organica ed esaustiva di quest’ultimo, ma piuttosto limitandosi ad indicare le ipotesi in cui il tipo di vincolo sussistente tra la società capogruppo e ciascuna società controllata (c.d. società-atomo ovvero sussidiaria) avrebbe dovuto comportare l’obbligo di consolidamento del relativo bilancio.

Il Legislatore comunitario ha cioè scelto, del resto specularmente al Legislatore italiano, di non elaborare una nozione di gruppo aziendale, limitandosi piuttosto a stabilire i criteri di definizione dell’area di consolidamento ai fini della redazione del bilancio consolidato. All’art. 1, punto 1), della Direttiva, infatti, si evince una configurazione di gruppo quale insieme di imprese assoggettate al controllo e all’indirizzo di un’unica società (c.d. capogruppo o impresa “madre”) in virtù della disponibilità, in capo a quest’ultima, della maggioranza dei voti esercitabili nelle assemblee di ciascuna impresa-figlia, ovvero della titolarità del diritto di nomina della maggioranza dei componenti dei relativi organi amministrativi, di direzione oppure di vigilanza. Al punto 2) del medesimo articolo, la Direttiva prevede in capo agli Stati membri la facoltà di includere nel rendiconto consolidato quelle

³ A. PRECIPE, P. TETTAMANZI, C. MANCINI, *Bilancio consolidato*, Milano, 2021, 17.

imprese in cui un altro soggetto (appunto la società capo-gruppo) detenga una cointeressenza patrimoniale tale da consentirgli l'esercizio di un'influenza dominante. Al successivo art. 12 è invece prevista la facoltà di includere nel rendiconto consolidato quelle imprese che pur in assenza di vincoli partecipativi risultino comunque sottoposte alla direzione unitaria di un altro soggetto in virtù di un contratto o di apposite clausole statutarie, nonché quelle imprese i cui gli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza siano costituiti in maggioranza dai medesimi soggetti (in ciò prefigurando una struttura di gruppo c.d. "orizzontale")⁴.

Per quanto concerne il D.Lgs. 127/91, con il quale il Legislatore nazionale ha dato attuazione alla citata VII Direttiva CEE in materia di conti consolidati, il relativo disposto mira ad escludere, o quantomeno a limitare, tutte le situazioni in cui il coordinamento o la direzione unitaria delle imprese componenti l'aggregato non risulti basato su vincoli giuridici obiettivamente rilevabili. Si è cioè optato per una configurazione di gruppo sostanzialmente ancorata alle situazioni di controllo *interno*, di diritto o di fatto, previste dai numeri 1) e 2) del primo comma dell'art. 2359 c.c., ampliandone la portata solo per i casi (viepiù residuali nella pratica societaria) di influenza dominante esercitata in virtù di accordi con altri soci (come nel caso dei patti di sindacato, peraltro già implicitamente previsti dall'art. 2359 c.c.), di contratti (c.d. contratti di "dominazione") oppure di clausole statutarie, nell'ipotesi in cui la legge del Paese in cui ha sede la società controllata consenta tali contratti e clausole.

Del resto, per quel che rileva ai fini della presente indagine, la stessa rappresentazione del fenomeno economico in esame, in mancanza di un'univoca definizione da parte dell'Ordinamento nazionale, si basa essenzialmente sull'interpretazione della nozione di *controllo*, a cui rinviano le normative "speciali" volta in volta considerate. La fattispecie del controllo assume infatti rilievo giuridico ai fini dell'analisi della struttura a gruppo in quanto generatrice di situazioni

⁴ È appena il caso di rilevare come l'ampiezza delle opzioni consentite dal Legislatore comunitario fosse motivata dalla necessità di rendere adattabili le norme europee di redazione del bilancio consolidato alle peculiari caratteristiche economico-giuridiche di ciascun Paese membro dell'Unione Europea, le quali ultime inevitabilmente trovavano (e tuttora trovano) riverbero in sistemi normativi tra loro poco o nulla uniformi.

meritevoli di tutela da parte dell'Ordinamento giuridico, allo scopo regolando i sistemi di relazioni inter-societarie e quindi assumendo una posizione di centralità in molte aree disciplinari del diritto societario (integrità del capitale sociale, informativa contabile, ecc.) nonché nelle legislazioni a carattere speciale (in particolare, la normativa *antitrust* e la disciplina della vigilanza dei gruppi bancari). Ma se esistono una pluralità di definizioni di controllo desumibili dalla legislazione di riferimento, la relativa nozione ha inevitabilmente risentito, sotto il profilo interpretativo, della molteplicità dei contesti in cui trova applicazione, al riguardo potendosi affermare che «...le varie discipline, dettando norme descrittive della fattispecie ai fini specifici della propria normazione, hanno inciso considerevolmente, seppure in modo non sempre consapevole, sul modo costruttivo della fattispecie»⁵, alfine determinando un polimorfismo almeno in apparenza irriducibile.

In ogni caso, pur risultando auspicabile un'interpretazione della problematica in esame coerente con il complesso delle esistenti proposizioni legislative nonché atta a consentire una ricognizione unitaria della fattispecie del controllo societario, al di là delle differenze di metodo con riguardo allo studio della nozione giuridica di controllo viene riconosciuta, da unanime dottrina, una rilevanza centrale, in quanto “generale”, alle disposizioni contenute nell'art. 2359 c.c., e un valore funzionale alle norme contenute nelle varie legislazioni speciali che alla prima costantemente rinviando in modo tanto implicito quanto esplicito, e che, comunque, debbono sempre venire interpretate alla luce di essa.⁶ Tale sovra-ordinata funzione è riscontrabile sotto due profili

⁵ M. LAMANDINI, *Il controllo. Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1995, 8. Sul punto si vedano anche: L. ANSELMINI, *Gruppo e controllo nella legislazione italiana*, in Antonucci A., *Gruppo e controllo: discipline nazionali a confronto*, A. ANTONUCCI (a cura di), Roma, 1996, 5; A. PAVONE LA ROSA, *Divagazioni in tema di controllo e gruppo nelle aggregazioni societarie*, in *Contr. Impr.*, 1997, III; M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 185; G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. Impr.*, 1997, I.

⁶ Utile segnalare la posizione della Corte di Cassazione, secondo cui il collegamento economico-funzionale tra imprese gestite da società del medesimo gruppo ricorre ogni volta vi sia una simulazione o una preordinazione in frode alla legge del frazionamento di un'unica attività fra i vari soggetti del collegamento economico-funzionale e ciò venga rivelato dai seguenti requisiti: a) unicità della struttura organizzativa e produttiva; b) integrazione tra le attività esercitate dalle varie

distinti. In primo luogo, l'art. 2359 c.c. sarebbe "generale" in quanto operante ogni qual volta una norma pone tra i presupposti della sua applicazione la nozione di controllo senza dettarne una definizione specifica, parimenti entrando in gioco anche nei casi in cui una disciplina implicitamente richieda l'individuazione dei rapporti di controllo tra più aziende (solo l'art. 2359, in altre parole, avrebbe la capacità di valicare i confini per i quali è stato inizialmente pensato dal Legislatore, mentre le altre definizioni di controllo sarebbero speciali nel senso di trovare applicazione esclusivamente nell'ambito in cui sono collocate); in secondo luogo, la norma del Codice Civile sarebbe, ancora, "generale" in quanto idonea a guidare l'interpretazione delle summenzionate norme speciali.

2.2. Il controllo "interno"

Il primo comma dell'art. 26 definisce dunque controllate ai fini della redazione del bilancio consolidato le imprese indicate ai numeri 1) e 2) del primo comma dell'articolo 2359 c.c., e dunque:

1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria di un'altra società (c.d. controllo *interno* di "diritto")⁷;

imprese del gruppo ed il correlativo interesse comune; cfr. Cass, Sez. Lavoro, 20 dicembre 2016, n. 26346.

Utile considerare, altresì, che a norma dell'art. 2359, terzo comma, c.c., si considerano collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole; tale situazione - che la norma considera presunta ove nell'assemblea ordinaria possa essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo, se si tratta di società quotate in borsa - può sussistere anche in presenza di società a ristretta base azionaria e familiare, in virtù del vincolo di complicità che - secondo l'"id quod plerumque accidit" - connota i rapporti dei parenti di primo e secondo grado, facendone derivare intese dirette a realizzare finalità comuni; cfr. Cass, Sez. III, 1 aprile 2011, n. 7554.

⁷ Nel testo con il termine società si fa riferimento esclusivamente alle società di capitali e, dove non altrimenti specificato, alle Società per Azioni. Peraltro, l'art. 2361 c.c. consente la partecipazione di società di capitali in imprese comportanti una responsabilità patrimoniale illimitata (cioè, in società di persone): l'acquisto di tale partecipazione, però, deve preventivamente venire deliberato dall'assemblea della società di capitali che procede all'acquisto.

2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria⁸ (c.d. controllo *interno* di "fatto").

La prima forma di controllo si ravvisa cioè nel possesso in capo al soggetto controllante di una cointeressenza patrimoniale nella società controllata (controllo *interno*) in misura tale da attribuirgli, per legge, la maggioranza assoluta (controllo di "diritto") dei voti esprimibili nell'assemblea ordinaria in prima convocazione, salvo che lo statuto non preveda una maggioranza più elevata⁹.

L'elemento costitutivo della fattispecie di controllo interno (sia di "diritto" sia, come vedremo in seguito, di "fatto") è imperniato sul concetto di *disponibilità* di voti, in misura sufficiente da consentire l'esercizio di un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria di un'altra società, e non già sulla titolarità di partecipazioni che danno diritto all'espressione del voto in assemblea. Pertanto, deve ritenersi sussistente il controllo interno anche qualora un soggetto disponga del diritto di voto grazie ad un diritto parziale sulla partecipazione, che appunto privi della relativa potestà l'effettivo titolare: al riguardo, la dottrina richiama le ipotesi di usufrutto e/o di pegno, posto che ai fini del computo dei voti disponibili per l'esercizio di un'influenza

⁸ La ragione per cui il concetto di controllo adottato dall'art. 2359 c.c. trova qualificazione nella possibilità di influenzare l'assemblea ordinaria della società controllata in modo tale da condizionarne le relative determinazioni appare poi facilmente comprensibile, in considerazione delle competenze inderogabilmente attribuite dall'Ordinamento giuridico a tale organo nell'ambito delle società di capitali, in materia di approvazione del bilancio d'esercizio, di destinazione degli utili, di nomina e revoca dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, ecc. Non sono invece rilevanti ai fini della configurazione di controllo in esame le posizioni di forza componibili in seno all'assemblea straordinaria. A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società*, G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), Torino, 2006, 584.

⁹ G. SBISÀ, *Società controllate e collegate*, cit. Il Pinto al riguardo rileva che «...tenuto conto che l'art. 2368 c.c., al comma primo, stabilisce che l'assemblea ordinaria delibera a maggioranza assoluta (salvo diversa previsione dello statuto), la misura indicata dall'art. 2359, è quella che consente alla controllante di assumere le decisioni legislativamente riservate all'assemblea ordinaria dagli articoli 2364 e 2364 bis c.c. e che, a seconda del modello societario prescelto, permette alla società controllante di nominare e revocare gli amministratori ovvero la maggioranza dei componenti del consiglio di sorveglianza, ove questo esista». V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008, 46.

dominante debbono considerarsi per legge anche quelli spettanti all'usufruttuario e al creditore pignoratizio (salvo che il voto non venga convenzionalmente mantenuto in capo al titolare della partecipazione oggetto di pegno o usufrutto)¹⁰.

Posto che la Legge attribuisce rilievo giuridico alla disponibilità dei voti anziché alla titolarità di azioni o quote, ai fini dell'individuazione di una posizione di controllo interno è necessario accertare le reali posizioni di potere in essere all'interno dell'assemblea dei soci piuttosto che la mera sussistenza di situazioni di controllo formali (in altre parole, come anticipato ciò che rileva non è la titolarità del diritto di voto bensì la potestà di decidere sul suo esercizio¹¹). Perciò, ogniqualvolta una società risulti comunque in grado di influire sull'attività di un'altra, allo scopo avvalendosi sia dei voti inerenti azioni o quote di cui abbia la titolarità, sia dei voti afferenti azioni o quote appartenenti ad altri soggetti (come nel caso di pegno o usufrutto), sia dell'esercizio congiunto di entrambi i tipi di voto, ecco sussistere una situazione di controllo interno, che nella misura in cui raggiunga le maggioranze poc'anzi viste può senz'altro qualificarsi di "diritto".

In ogni caso, tale potestà di influenza deve presentare carattere essenzialmente positivo, con la conseguenza che per qualificare un determinato soggetto come controllante ai sensi dell'art. 2359 c.c. (dunque di tutte le modalità di controllo ivi contemplate) non assume alcun rilievo il mero potere di impedire con il proprio voto contrario l'approvazione delle delibere assembleari¹². Inoltre, si ritiene sussistere un controllo di diritto solo quando la disponibilità della maggioranza assoluta dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria abbia ad oggetto *tutte* le deliberazioni assumibili in tale consesso, e a condizione che a

¹⁰ F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2013, 277; A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, cit., 585.

¹¹ A titolo di esempio «...si può considerare il caso in cui l'usufruttuario delle azioni o il creditore pignoratizio siano titolari del diritto di voto in assemblea ma che, ciò nonostante, si siano contrattualmente vincolati ad esercitarlo nell'interesse e secondo le indicazioni del nudo proprietario ovvero del debitore. Questi accordi parasociali disciplinanti l'esercizio del voto, sono pienamente rilevanti al fine di ascrivere a questi ultimi i diritti di voto e, ricorrendone i presupposti, anche la qualifica di controllante». G. SBISÀ, *Società controllate e collegate*, cit., 470.

¹² G. FRÈ, G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna, 2021, 469; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Società*, 1995, III.

tale maggioranza sia attribuito il potere di assumere tutte le deliberazioni medesime.

Qualora l'autonomia statutaria introduca modificazioni al modello legale in esame con riguardo alla struttura organizzativa (ad esempio in tema di *quorum* assembleari, nei limiti consentiti dalla Legge) o alla struttura finanziaria (ad esempio in tema di emissione di particolari categorie di azioni o di strumenti finanziari partecipativi), così che uno stesso soggetto non riesca a disporre della maggioranza assoluta dei voti in tutte le possibili deliberazioni dell'assemblea ordinaria, o comunque non detenga il potere di assumere tutte le deliberazioni ivi assumibili, la fattispecie del controllo interno di "diritto" non può considerarsi realizzata (al limite prefigurandosi la fattispecie del controllo interno di "fatto"). In altre parole, la disponibilità della maggioranza assoluta dei diritti di voto in assemblea ordinaria non configura di per sé un indice univoco di influenza dominante, e pertanto non consente di qualificare *ipso facto* come controllante chi ha la facoltà di esercitare tale maggioranza, se e nella misura in cui sussistano delle circostanze di fatto e/o di diritto che impediscano a quest'ultimo di esercitare tale prerogativa con riguardo a *tutte* le deliberazioni potenzialmente assumibili dall'assemblea.

La seconda modalità di controllo *interno* prevista dall'art. 2359 c.c. (primo comma, punto 2) si realizza quando una società dispone di un numero di voti tale da non consentirle il conseguimento della maggioranza assoluta dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, in prima convocazione, di un'altra società, ma comunque sufficienti per esercitare su di essa un'influenza "dominante".

Tale forma di controllo, basata su una partecipazione non maggioritaria al capitale di una determinata azienda, è tipica di quei contesti societari caratterizzati dalla polverizzazione della compagine societaria nonché dall'assenteismo dei soci in assemblea (come nel caso delle *public companies*), in cui appunto un singolo soggetto pur detenendo una partecipazione di per sé minoritaria al capitale è comunque in grado di conseguire la maggioranza relativa dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria.

La norma in esame prefigura dunque l'ipotesi del controllo societario di "fatto", in cui il detentore di una cointeressenza patrimoniale in una determinata società, di minoranza se rapportata all'ammontare totale del capitale "ordinario" di quest'ultima e pertanto

non idonea a consentire l'esercizio di un controllo di diritto, è comunque in grado di dominare con continuità il consesso assembleare¹³ e quindi di influenzarne pienamente le principali determinazioni, rivestendo la posizione di socio di maggioranza relativa in rapporto alla porzione di capitale ivi rappresentata.

Risulta evidente come il controllo interno di tipo minoritario oggetto d'esame, reso appunto possibile da una serie di circostanze empiriche, costituisce una figura strutturalmente diversa dal controllo interno di diritto poc'anzi analizzato. Posto che in entrambi i casi rileva la possibilità di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria della società partecipata mediante l'esercizio del diritto di voto, se al ricorrere degli estremi di cui al comma primo, n. 1), dell'art. 2359 c.c. tale possibilità deve ravvisarsi in *re ipsa* qualora un unico soggetto disponga della maggioranza assoluta dei voti esercitabili in quella sede, è invece necessaria una valutazione caso per caso nell'ipotesi in cui non dovesse venire raggiunta la citata soglia quantitativa¹⁴.

In altri termini, se nell'ipotesi di controllo interno di diritto l'influenza dominante si presume quando sussiste la disponibilità della maggioranza assoluta dei diritti di voto in assemblea, in ipotesi di controllo interno di fatto, invece, essa rappresenta un elemento costitutivo del controllo medesimo, dovendosi accertare che la partecipazione posseduta, con specifico riferimento al caso concreto, ancorché minoritaria risulti comunque idonea ad incidere in modo decisivo sugli equilibri di potere espressi in assemblea a causa delle circostanze di fatto ivi realizzatesi.

Posto che anche con riferimento a tale fattispecie la titolarità formale delle azioni o quote non rappresenta un criterio sufficiente per individuare il soggetto che, nei fatti, può esercitare un controllo

¹³ A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, cit., 584. Per l'Autore «...la detenzione di un numero di quote o azioni è sicuramente tale da consentire l'esercizio di un potere preponderante nell'assemblea ordinaria quando comporta la possibilità di scelta di amministratori e sindaci e di generale indirizzo e controllo della gestione attraverso l'approvazione annuale dei bilanci di esercizio». Sul punto si vedano anche: G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2021, 327; V. BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2020, 596.

¹⁴ G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, *Il diritto delle società*, Bologna, 2006, 684; A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, cit., 582.

sostanziale sull'assemblea della società controllata, ma è piuttosto necessario rifarsi al concetto di disponibilità effettiva di un quantitativo adeguato di voti (riproponendosi, pertanto, le riflessioni poc'anzi effettuate con riguardo alla modalità di controllo interno di diritto), e parimenti non rileva il voto spettante per conto terzi né l'ipotesi di controllo congiunto, è a nostro avviso necessario chiarire il significato attribuibile all'espressione influenza *dominante*.

Se in linea teorica può affermarsi che tale modalità di esercizio del controllo prefigura la facoltà di un socio di determinare in solitudine la volontà dell'organo deliberativo della controllata, secondo l'opinione prevalente essa ricorre nel momento in cui sia ravvisabile un "potere positivo, dominante ed esclusivo di influenza sulle determinazioni dell'assemblea in conseguenza di posizioni giuridiche e di rapporti che abbiano un certo grado di stabilità"¹⁵, mentre ancora una volta è del tutto irrilevante, ai fini dell'individuazione di una posizione di influenza dominante, la sussistenza in capo al socio di un semplice potere "negativo", cioè della potestà di opporre il proprio veto all'approvazione delle deliberazioni assembleari¹⁶.

In questa sede, è opportuno e sufficiente aggiungere che la nozione di influenza dominante indica in sostanza la possibilità in capo ad un determinato soggetto di condizionare l'autonomia deliberativa dell'assemblea ordinaria della società controllata nonostante la porzione minoritaria della propria partecipazione al capitale "ordinario" di quest'ultima. Tale condizionamento, che può incidere sull'attività decisionale dell'assemblea complessivamente considerata come anche sull'adozione di singoli atti, deriva dal fatto che nessun altro socio è in grado da solo od unitariamente agli altri soci di adottare i medesimi atti, sicché «il voto di quella società è generalmente necessario per il

¹⁵ M. CARATTOZZOLO, *Il bilancio consolidato di gruppo. Profili economici e giuridici*, Giuffrè editore, 2002, p. 64.

¹⁶ In altre parole, posto che il controllo societario è caratterizzato dal concetto di dominio, che viene comunemente inteso come la capacità di imporre in positivo la propria volontà sulle decisioni della società controllata, l'influenza dominante sussiste quando soltanto un soggetto ha il potere, detenendo la maggioranza di diritto o di fatto nell'assemblea ordinaria, di sottomettere «...l'autonomia deliberativa della controllata, facendole assumere decisioni conformi alla sua volontà e non solo impedendo che essa assuma decisioni contrarie al suo volere». M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e collegate*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 708.

raggiungimento della maggioranza ed è quindi in grado di condizionare le relative decisioni»¹⁷.

Con riguardo poi all'individuazione del contenuto *minimo* dell'influenza dominante quale elemento costitutivo della nozione di controllo *ex art. 2359 c.c.*, esso deve come anzidetto ricercarsi, a parere della prevalente dottrina, nella possibilità di prevalere nelle deliberazioni dell'assemblea ordinaria concernenti la nomina dei componenti l'organo amministrativo, ovvero della maggioranza di essi. Tale prerogativa costituisce quindi, a ben vedere, la condizione necessaria e sufficiente per qualificare l'influenza esercitabile su una determinata società dall'azienda partecipante in termini di controllo di "fatto": necessaria, in quanto in sua mancanza verrebbe meno «...la possibilità di configurare l'influenza dominante che appunto caratterizza la figura del controllo interno di fatto»; sufficiente, in quanto l'eventuale assenza di una capacità di voto altrettanto dominante nelle altre materie di competenza dell'assemblea ordinaria «non farebbe venir meno da parte dell'azionista di maggioranza delle "leve del potere" in grado di tradursi in direttive sulla gestione dell'impresa»¹⁸.

Pertanto, nell'ipotesi in cui una società disponga della maggioranza dei voti nelle deliberazioni dell'assemblea ordinaria di un'altra società esclusivamente con riguardo alla nomina degli amministratori, essa rivestirebbe in ogni caso la qualifica di controllante di fatto anche nell'ipotesi in cui non dovesse disporre della medesima capacità di voto nelle altre materie di competenza di tale consesso (ivi comprese la revoca degli amministratori medesimi, la nomina e revoca degli altri organi sociali, l'approvazione del bilancio, la destinazione degli utili, ecc.). L'influenza esercitata è infatti di natura "dominante" proprio in virtù della possibilità di determinare gli indirizzi gestionali dell'azienda e quindi le relative prospettive future, a nulla rilevando l'eventuale assoggettamento ad una significativa attività di interdizione da parte degli altri componenti della compagine societaria con riguardo a singoli e parziali aspetti della gestione medesima. Per converso, l'impossibilità di disporre di un numero sufficiente di voti nella seduta assembleare di nomina dei componenti dell'organo amministrativo non le

¹⁷ A. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, cit., 511; G. SBISÀ, *Società controllate e collegate*, cit., 338.

¹⁸ M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e collegate*, cit., 710.

consentirebbe di rivestire la qualifica di controllante, anche qualora disponesse della maggioranza dei voti esercitabili in tutte le rimanenti materie di competenza dell'assemblea ordinaria.

In ogni caso la disponibilità di diritti di voto, appunto idonea a configurare una posizione di controllo di fatto, deve necessariamente conseguire ad un assetto di poteri (relativamente) *stabile*¹⁹, che dunque consenta al soggetto partecipante di disporre con una certa continuità di una quota di capitale sufficiente a conseguire, lungo un arco temporale ragionevolmente significativo, una posizione di preminenza nelle citate deliberazioni assembleari. Tale relativa stabilità deve necessariamente accertarsi attraverso un'analisi *ex post* dell'andamento delle assemblee della società partecipata lungo un arco di tempo ragionevolmente significativo (ovviamente con riguardo a consessi assembleari di particolare importanza, come appunto quelli competenti alla nomina dell'organo amministrativo), a nulla rilevando un potere di controllo meramente occasionale dovuto ad estemporanee contingenze (come nel caso, ad esempio, del fortuito dominio su un consesso al quale i soci di riferimento, solitamente presenti, non abbiano potuto partecipare, ovvero nell'ipotesi di un socio maggioritario che si astenga ripetutamente dall'esercitare le proprie prerogative di controllante).

La modalità di controllo in esame si basa dunque sulla circostanza che la disponibilità dei voti in capo ad un determinato soggetto, pur in assoluto minoritaria, comunque consenta, in presenza di specifiche circostanze, l'esercizio nell'assemblea ordinaria della società partecipata di un'influenza dominante: a tal fine, è quindi necessario indagare le specifiche circostanze suscettibili di “potenziare” una partecipazione di minoranza “assoluta”, avendo al riguardo la dottrina

¹⁹ Alcuni Autori distinguono tra influenza “dominante”, con ciò intendendo il potere di influenzare il comportamento dell'impresa nella sua globalità, e influenza “determinante”, che a differenza della prima ricorrerebbe anche nei casi in cui un soggetto ha il potere di influenzare in modo sensibile il comportamento di un'impresa in settori specifici, senza essere in grado di incidere, neanche potenzialmente, sul comportamento gestorio generale di quest'ultima. Altri Autori, invece, ritengono che l'influenza dominante possa presentare livelli di intensità variabile, ad esempio a seconda che sia monocratica o congiunta, che concerna tutte le scelte gestionali o soltanto alcune. E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, 15; M. LAMANDINI, *Il controllo. Nozioni e tipo nella legislazione economica*, cit., 56.

individuato, come poc'anzi anticipato, sia elementi di fatto che di diritto²⁰.

Con riferimento agli elementi di fatto, una partecipazione minoritaria in senso assoluto potrebbe risultare maggioritaria in senso relativo, in virtù del grado frazionamento del capitale sociale dell'azienda partecipata (più o meno elevata polverizzazione della compagine societaria) nonché dell'assenteismo in assemblea dei soci minori. Tali elementi si pongono in stretta correlazione reciproca, dato che nel caso di grandi aziende, preferibilmente quotate, i piccoli azionisti raramente partecipano alle attività sociali, e comunque difficilmente raggiungono una coesione sufficiente per contrastare il socio (o il gruppo di soci) di riferimento. Pertanto, più che sull'individuazione di una soglia quantitativa oltre la quale un socio di minoranza assoluta potrebbe esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria della società partecipata (venendo cioè a disporre della maggioranza assoluta dei diritti di voto ivi normalmente presenti), si tratta di comporre un meccanismo di conseguimento del controllo di tipo "probabilistico" che tenga conto del livello di assenteismo (basato sul limitato interesse dei soci "minori" per la conduzione della società) nonché del grado di coesione dei restanti soci di minoranza. Evidentemente, il meccanismo in esame è tanto più funzionante quanto maggiore è la dispersione del capitale dell'impresa considerata.

Più in generale, qualora ad un significativo frazionamento del capitale si accompagni un elevato tasso di assenteismo tra i piccoli soci, la partecipazione minoritaria cui ricondurre una posizione di controllo di fatto potrebbe anche non raggiungere la soglia della maggioranza assoluta dei voti dei soci presumibilmente presenti in assemblea, tenuto conto che assai difficilmente questi ultimi potrebbero mostrare un livello di coesione sufficiente per vincere l'orientamento manifestato

²⁰ M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e collegate*, cit., 672. Sul punto si vedano anche: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale – Diritto delle società*, Torino, 2020, 290; M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, cit., 346; G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, cit., 327; D. CORAPI, *Le società per azioni*, in AA.VV., *Diritto privato comparato – Istituti e problemi*, Bari, 2016, 188; S. SERAFINI, *La qualificazione dei rapporti di controllo ai fini dell'accertamento dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 115.

dal socio di minoranza in posizione di potenziale controllo. Al contrario, qualora ad un'accentuata polverizzazione della compagine societaria non dovesse corrispondere un significativo tasso di assenteismo dei soci, una partecipazione minoritaria potrebbe attribuire al detentore la possibilità di esercizio di un'influenza dominante soltanto nella misura in cui raggiungesse almeno la metà dei voti che saranno presumibilmente esercitati in assemblea.

In aggiunta alle citate modalità di controllo interno, di diritto ovvero di fatto, mutate *sic et simpliciter* dall'art. 2359 c.c., il 2° comma dell'art. 26 ne integra la portata dispositiva, seppur in via residuale nella pratica aziendale, considerando altresì controllate, ai fini dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato, anche l'impresa nella cui assemblea un'altra società, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza, assoluta ovvero relativa, dei diritti di voto ivi esercitabili (con ciò evidentemente richiamando in tutto e per tutto l'ipotesi del patto parasociale di voto, peraltro già implicitamente contemplata dal Legislatore nella fattispecie del controllo interno *ex art. 2359 c.c.*).

Come è noto si tratta di accordi esterni al contratto sociale con i quali alcuni soci legittimamente si impegnano a concordare preventivamente le modalità di espressione del diritto di voto in assemblea ed idonei ad attribuire ad uno solo di essi la maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria della società controllata²¹.

Se dunque il patto di sindacato costituisce un fattore di “potenziamento” di una partecipazione (evidentemente di minoranza) ai fini del conseguimento di una posizione di controllo, si evidenzia come lo *status* di controllante non sia giammai di pertinenza del sindacato in quanto tale, e quindi di un soggetto giuridico a struttura collettiva o associativa, dato che in tal guisa si tratterebbe di un dominio esercitato congiuntamente da più soggetti (tutti i soci aderenti al patto di sindacato) e dunque in palese violazione del principio della natura esclusiva e “solitaria” del controllo *ex art. 2359 c.c.* in ciò piuttosto

²¹ Pur non trovandone esplicita menzione nella norma di legge in esame, a parere della prevalente dottrina tale possibilità rientra infatti a pieno titolo nel concetto di disponibilità di voto oggetto di analisi nelle precedenti righe. F. GALGANO., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2013, 123; V. BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2020, 602.

prefigurando l'ipotesi del controllo congiunto)²², bensì sempre e soltanto di un singolo e ben individuato socio sindacato, il quale, attraverso la propria adesione ad esso, riesce ad esercitare in prima persona ed in modo esclusivo un'influenza dominante sulle attività e sulle decisioni della società partecipata (che diviene quindi controllata in "solitudine" da tale socio, in virtù, appunto, dei diritti di voto acquisiti in forza del patto parasociale)²³.

Inoltre, il terzo comma dell'art. 26, in modo del tutto speculare a quanto stabilito dal secondo comma dell'art. 2359 c.c., stabilisce che ai fini dell'individuazione di un'ipotesi di controllo interno (di diritto ovvero di fatto) rilevante per la redazione del bilancio consolidato, debbono considerarsi anche i rapporti di controllo di natura *indiretta*, e pertanto i diritti di voto spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persone interposte, mentre non si considerano quelli spettanti ad un determinato soggetto per conto terzi (art. 2359 c.c., secondo comma), e quindi non si considera il voto di chi partecipa all'assemblea ordinaria quale rappresentante di uno o più soci, né i diritti di voto potenziali.

Si rileva inoltre come l'utilizzo dell'espressione "voti esercitabili" nell'assemblea ordinaria comporta che, ai fini del computo della maggioranza (assoluta o relativa), bisogna prescindere, ragionando *ad contrariis*, non soltanto dai voti che il titolare delle azioni non può esercitare perché soggette a pegno o usufrutto (come anzidetto, in base a quanto disposto dall'art. 2352 c.c., comma primo, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore o all'usufruttuario), ma anche dai voti non esercitabili a causa del divieto di cui all'art. 2359-*bis* c.c.: nel caso cioè in cui una società controllata possieda una

²² Peraltro, si segnala l'esistenza di una recente ma isolata dottrina che diversamente da quanto riportato nel testo considera il controllo congiunto alla medesima stregua del controllo in senso proprio, ricomprendendolo nelle previsioni dell'art. 2359 c.c. A. NIUTTA, *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. soc.*, VI, 2003.

²³ M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e collegate*, cit., 679; F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, cit., 273; G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, cit., 291. Peraltro, a tal riguardo si rileva come una minoritaria dottrina neghi con forza che il controllo conseguibile mediante l'adesione a patti di sindacato possa ricondursi alle fattispecie previste dall'art. 2359 c.c.; R. COSTI, *I sindacati di blocco e di voto nella legge sull'OPA*, in *Banca e Borsa*, I, 1999.

cointeressenza al capitale della propria controllante, essa non può esercitare il connesso diritto di voto nelle assemblee di quest'ultima.

Conclusivamente, si evidenzia come anche la nozione di controllo societario rilevante ai fini della redazione del bilancio consolidato, specularmente a quella delineata dall'art. 2359 c.c., abbia natura potenziale/presuntiva, esplicandosi nella mera facoltà per il soggetto controllante di indirizzare la gestione strategica della società controllata in virtù della disponibilità di una partecipazione di maggioranza assoluta al capitale di quest'ultima, e pertanto non richieda, per essere qualificato tale, un esercizio attuale ed effettivo del potere di indirizzo e supervisione. In altre parole, la tipologia di controllo oggetto d'esame è potere in sé ma non necessariamente in atto, e pertanto prescinde, ai fini della sua compiuta acquiescenza, dall'effettivo esercizio e quindi si configura tale anche prima che sia stato possibile esercitarlo.

Conseguentemente, se l'esercizio effettivo del potere di influenza dominante nulla aggiunge alla nozione di controllo in quanto tale, parimenti il suo mancato esercizio non fa venire meno i requisiti del controllo interno di diritto e pertanto non compromette la qualifica di controllante in capo per la società che legittimamente detiene tale potere, indipendentemente dalla circostanza che ciò dipenda dalla mera inerzia di quest'ultima, da una sua precisa scelta strategica ovvero dalla presenza di situazioni di fatto che l'hanno indotta a non esercitare le proprie prerogative di controllante²⁴.

2.3. Il controllo “esterno”

In aggiunta alle citate modalità di controllo *interno*, di diritto ovvero di fatto, mutate *sic et simpliciter* dall'art. 2359 c.c., il 2° comma dell'art. 26 ne integra la portata dispositiva, seppur in via del tutto residuale nella pratica aziendale, considerando altresì controllate, ai fini dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato, anche le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, rispettivamente, sull'organo amministrativo ovvero sull'assemblea delle prime (c.d.

²⁴ M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e collegate*, cit., 682. Sul punto si vedano anche: M. LAMANDINI, *Commento all'art. 2359 c.c.*, in *Le società per azioni*, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, U. TOMBARI (a cura di), Milano, 2016.

gruppo “orizzontale”), quando la legge applicabile consente tali contratti o clausole.

La prima delle citate fattispecie contempla i cc.dd. contratti di *dominazione* (cc.dd. *management contracts*, la cui sottospecie più importante sono i contratti di gestione), aventi per oggetto l’attribuzione ad una società del diritto di esercitare un potere di indirizzo giuridicamente vincolante sull’organo amministrativo di un’altra società, la quale ultima si obbliga pattiziamente a “sottomettersi” all’imposizione di una direzione unitaria per il conseguimento di uno scopo comune da parte degli organi istituzionali della prima, anche nell’ipotesi in cui ciò possa arrecarle un pregiudizio di natura patrimoniale (ovviamente a condizione della previsione, in sede pattizia, di adeguati vantaggi compensativi in capo alla società dominata nonché del rispetto dei principi generali di corretta gestione societaria).

A differenza di quanto statuito dal primo comma, numero 3), dell’art. 2359 c.c. (ipotesi di controllo *esterno* realizzato tramite appositi vincoli contrattuali), in cui un contratto legalmente tipico contiene clausole accessorie tali da vincolare operativamente un’azienda ad un’altra pur in assenza di un vincolo di natura partecipativa, nel caso del citato accordo di dominazione è il complessivo documento contrattuale a configurare un’ipotesi di eterodirezione di una società da parte di un’altra, cioè ad assoggettare un’impresa giuridicamente indipendente all’esercizio di un’influenza dominante da parte di un altro soggetto (in altre parole, una società rinuncia alla propria gestione a beneficio di un’altra)²⁵. Più

²⁵ Il contratto di “dominazione”, tipico dell’Ordinamento tedesco, consente all’impresa dominante di perseguire apertamente i propri interessi e quelli del gruppo nel suo insieme anche a svantaggio delle imprese dominate, tramite la trasmissione di istruzioni giuridicamente vincolanti agli organi amministrativi di quest’ultime. L’organo di gestione è quindi del tutto subalterno, ma proprio per questo non responsabile verso i soci e i terzi delle eventuali conseguenze dannose per l’impresa derivanti dall’attuazione delle istruzioni ricevute. Per evitare quindi che soci di minoranza, creditori e soggetti terzi della società dominata, possano vedere lesi i propri diritti, in particolare di natura patrimoniale, da un non corretto esercizio del rapporto di dominanza, la legge tedesca prevede uno specifico regime di responsabilità in capo all’impresa dominante volto ad assicurare la corretta gestione dell’impresa dipendente, allo scopo obbligando la prima a coprire, per l’intera durata del rapporto, le eventuali perdite d’esercizio subite dalla seconda, imputabili sia a

specificamente, il controllo derivante da un contratto di “dominazione” si differenzia da quello basato su particolari vincoli contrattuali dato che, in quest’ultimo (che sottolineiamo non venire considerato dall’art. 26 del D.Lgs. 127/91 ai fini della redazione del bilancio consolidato), l’oggetto del contratto non è il dominio di una azienda su un’altra bensì la disciplina di rapporti di interscambio commerciale/finanziario che, alla prova dei fatti, si rivelano fondamentali per la sopravvivenza nel tempo di una di esse (come nel caso, ad esempio, dell’utilizzo di una concessione che pone la concessionaria in una condizione di dipendenza economica nei confronti della concedente).

La modalità di controllo “pattizia” in esame è stata per lungo tempo considerata, da consolidata dottrina²⁶ (oltre che dallo stesso Legislatore nella Relazione al D.Lgs. 127/91), del tutto incompatibile con i principi fondamentali del diritto societario, e dunque dichiarato giuridicamente nullo il sotteso contratto di “dominazione” per illegittimità della causa e dell’oggetto, dato che una società non può giammai vincolarsi ad agire in spregio del proprio particolare interesse²⁷, e parimenti l’organo di

pregiudizievoli direttive impartite dalla dominante sia allo sfavorevole andamento della gestione imprenditoriale *tout court*. In altre parole, società dominante e società dominata restano, nei rapporti esterni, soggetti fra loro distinti ciascuno mantenendo la propria personalità giuridica, ma nei rapporti interni l’alterità soggettiva è del tutto neutralizzata dato che:

1) la società dominata non ha un proprio interesse sociale distinguibile da quello della società dominante e ad esso contrapposibile, giacché le direttive impartite da quest’ultima potrebbero anche essere pregiudizievoli per la controllata purché risultino utili per il soddisfacimento degli interessi dell’impresa dominante o del gruppo nel suo complesso, mentre l’organo amministrativo della società dominata non ha la facoltà di rifiutare l’esecuzione di quanto impartito;

2) la società dominata non assume, sempre nei rapporti interni, un proprio rischio imprenditoriale, giacché ove esiste un contratto di dominazione la dominante si obbliga a coprire ogni perdita d’esercizio subita dalla dominata durante il periodo di vigenza del contratto.

²⁶ M. NOTARI, J. BERTONE, *Società controllate e collegate*, cit., 688; A. GHINI, *I riflessi delle direttive di gruppo sui bilanci delle controllate*, in *Società*, V, 2006; A. GAMBINO, D.U. SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, Torino, 2006, 74; R. RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Società*, V, 2004; U. TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, 110; P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 311.

²⁷ F. GALGANO, *I gruppi di società*, Torino, 2001, 162. Per l’Autore «...più precisamente, il rapporto di dominio e di alienazione del governo della società era parso irrimediabilmente contrastare con due principi inderogabili del diritto

gestione non può prescindere da una piena e totale autonomia di giudizio nelle scelte concernenti gli affari sociali e dunque rinunciare alle proprie indipendenti prerogative gestorie trasferendole agli organi di altre imprese²⁸ (l'art. 2380-bis c.c. attribuisce infatti la gestione imprenditoriale, in via esclusiva, all'organo amministrativo), ma tuttavia la fattispecie in esame venne egualmente inserita all'art. 26 in previsione dell'eventualità che un gruppo societario di diritto italiano potesse annoverare, tra le proprie componenti, anche aziende residenti in Paesi in cui tale modalità di controllo fosse consentita dalla legge (come accade, ad esempio, in Germania)²⁹.

societario: vale a dire, con il principio per cui nessuna società potrebbe vincolarsi ad agire in difformità del suo interesse particolare e con quello secondo il quale gli organi societari non potrebbero abdicare, in nessun caso, all'autonomia decisionale che compete loro in merito alla condotta degli affari sociali (disciplina dettata, appunto, dagli artt. 2497 c.c. e ss.). Ma la medesima opinione era anche argomentata in base alla disciplina riguardante la responsabilità degli amministratori delle società di capitali. L'illiceità del contratto di dominio e dei vincoli conseguenti, quindi, sarebbe derivata dalla circostanza che questi ultimi devono essere sempre ed inderogabilmente responsabili della gestione della società nei confronti dei terzi (siano essi creditori sociali che agiscono ai sensi dell'articolo 2394 c.c. oppure singoli soci o altri terzi che agiscono nei loro confronti ai sensi dell'articolo 2395 c.c.) e del fatto che, ammettendo il contrario, l'esistenza di quei vincoli avrebbe potuto essere opposta dagli amministratori della controllata ai terzi, al fine di escludere la propria responsabilità in ordine alla gestione della società». Sulla medesima linea interpretativa si posizionano anche: G. SBISÀ, *Società per azioni*, cit., 478; P. ABBADESSA, *I gruppi di società nel diritto italiano*, in *I gruppi di società. Ricerche per uno studio critico*, A. PAVONE LA ROSA (a cura di), Bologna, 1987; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2020, 798; V. DONATIVI, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2006, 143.

²⁸ G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, 92; P. ABBADESSA, *Rapporto di dominio ed autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, V, 545; P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, *Le Società per Azioni*, Milano, 2016, 111.

²⁹ Peraltro, diversamente dai succitati Autori, il Tombari ammetteva la legittimità di contratti (giuridicamente atipici) in cui una società si vincola ad osservare le direttive di un'altra società in materia di gestione dell'attività economica mentre quest'ultima si impegna ad esercitare il potere di direzione così attribuito nel rispetto degli interessi facenti capo alla società dominata e al fine di valorizzarne i risultati economici. Per l'Autore, infatti, «...non si può dire che esista un'opinione contraria, ma piuttosto una serie di riflessioni che, spesso implicitamente, tendono a verificare fino a che punto si possa, per il diritto italiano, dislocare negozialmente il processo decisionale al di fuori dell'organizzazione societaria»; U. TOMBARI, *La nuova*

Fatta giusta menzione di pregevoli riflessioni autoriali³⁰, e financo di autorevoli interventi giurisprudenziali³¹, poco o nulla aderenti alla citata “ortodossia” dottrinale, in ogni caso l’introduzione nell’Ordinamento giuridico della disciplina in tema di direzione e coordinamento societario ha certamente attenuato la forza argomentativa delle obiezioni opposte alla legittimità del contratto di “dominazione”, atteso che il Legislatore ha espressamente formalizzato, all’art. 2497-*septies* c.c., la fattispecie dell’eterodirezione societaria di origine specificamente contrattuale³², e cioè la possibilità che una società possa emettere indicazioni gestionali vincolanti direttamente nei confronti dell’organo amministrativo di un’altra società, con ciò chiaramente vanificando il citato principio di autonomia dell’organo medesimo³³.

Peraltro il Legislatore, nel legittimare l’esistenza della succitata fattispecie, ha contestualmente accolto una visione del gruppo quale equo temperamento ed espressione di massima valorizzazione

disciplina del gruppo di società, in Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private, P. BENAZZO, S. PATRIARCA, G. PRESTI (a cura di), Milano, 2003, 281.

³⁰ Il principio generale dell’autonomia privata delle parti giammai escluderebbe la facoltà, per più imprese costituite in forma societaria, di sottoporsi contrattualmente alla direzione unitaria di una capogruppo che, in virtù di tale strumento, pur dando istruzioni agli organi gestionali delle società dominate comunque non ne annichirebbe le prerogative al punto di sostituirsi ai medesimi nell’attività “esterna” delle società, e tantomeno ne precluderebbe la capacità di reagire ad istruzioni illecite o contrarie al proprio peculiare interesse (tale modalità di controllo sarebbe dunque potenzialmente compatibile con la nozione di influenza notevole *ex art. 2359 c.c.*). M. TONELLO, *Il contratto di dominio nei gruppi di società: e se ne ritentassimo l’esame di meritevolezza?*, in *Contr. Impr.*, 1995, 1078.

³¹ In tal senso la Corte di Cassazione, che nell’esprimersi a favore della liceità di una direzione unitaria contrattuale è giunta a prefigurare l’ipotesi di un accordo di gruppo diretto a creare un’impresa unica, con direzione unica e patrimoni tutti destinati al conseguimento di una finalità comune ed ulteriore (quella propria dell’impresa di gruppo). Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439 e 8 maggio 1991, n. 5123.

³² Di fatto l’art. 2497-*septies* consente la regolamentazione contrattuale della direzione e coordinamento di gruppo tra società controllante e società controllate. P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317.

³³ Peraltro, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2392 c.c. e ss., gli amministratori delle società etero-dirette conservano la propria responsabilità per l’attuazione di direttive pregiudizievoli impartite dalla società dominante, che di conseguenza hanno il potere/dovere di disapplicare.

dell'interesse delle società facenti parte del gruppo e non quale modello servente unicamente alla realizzazione di un plusvalore economico ed organizzativo della capogruppo, pertanto rafforzando il principio di salvaguardia degli interessi patrimoniali altrui nonché quello della corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle imprese dominate. In altri termini, la legittima ingerenza della capogruppo nella gestione della società-atomo non è stata elaborata come vantaggio esclusivamente per il soggetto dirigente, bensì (almeno parzialmente) anche per il soggetto eterodiretto nel momento in cui gli interessi di entrambi trovino sovrapposibilità e parimenti appaiano congiuntamente perseguibili³⁴, con ciò evidentemente propugnando il carattere fisiologico del gruppo quale potenziale sovra-struttura massimizzatrice di tutti gli interessi coinvolti nella dinamica aggregativa (ma in ogni caso, giammai può essere integralmente sacrificato l'interesse della singola società-atomo).

Con riguardo poi alla seconda fattispecie di controllo contrattuale, essa promana dalla possibilità che un'impresa eserciti un'influenza dominante su un'altra impresa in virtù di apposite clausole inserite nello statuto sociale di quest'ultima (lo statuto sociale, del resto, è a tutti gli effetti una particolare tipologia di contratto).

La modalità d'attuazione tipica di tale modalità di controllo aziendale, che è anche quella maggiormente studiata in campo dottrinale, consiste nell'assegnazione ad uno specifico socio, e a lui soltanto, di una serie di prerogative (delle quali le più comuni concernono il potere di nominare la maggioranza dei componenti l'organo di amministrazione e il potere di veto su specifiche delibere societarie)³⁵ indipendentemente dalla quota di capitale sociale da questi effettivamente detenuta. È cioè possibile che la previsione nello statuto sociale di tali clausole di privilegio consenta ad un socio detentore di un pacchetto azionario di per sé di minoranza assoluta (al limite anche di una sola azione, necessaria per avere la qualifica di socio – c.d.

³⁴ La formulazione dell'art. 2497 c.c. prevede infatti che non vi è responsabilità, nei confronti dei soci e/o dei creditori sociali, quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette (teoria dei cc.dd. "vantaggi compensativi").

³⁵ G. DALLE VEDOVE, *Concentrazioni e gruppi nel diritto antitrust*, Padova, 1999, 122.

golden share) di assurgere al ruolo di socio di riferimento, agendo in sede assembleare, e più in generale sulla *governance* di una determinata società, come se detenesse la maggioranza assoluta del capitale.

Specularmente al contratto di dominazione, anche il controllo tramite clausole statutarie era considerato sostanzialmente incompatibile con l'Ordinamento giuridico nazionale, non soltanto perché incidente sullo *status* e sulle funzioni tipiche degli organi istituzionali di un'azienda alla luce dei principi del diritto societario, ma soprattutto perché lesivo di quel principio maggioritario che dovrebbe governare il funzionamento degli organi medesimi (in particolare, dell'assemblea dei soci). Anche in tale ipotesi, pertanto, il controllo derivante da clausola statutaria veniva contemplato solo nell'eventualità in cui il diritto applicabile ai rapporti intrattenuti con un'impresa controllata estera consentisse l'inserimento di tali clausole nello statuto della società controllata³⁶.

E specularmente al caso del contratto di dominazione, anche la modalità di controllo in esame è stata nei fatti legittimata dall'introduzione nell'Ordinamento giuridico della disciplina in tema di direzione e coordinamento societario, che ha certamente attenuato la

³⁶ Tuttavia, l'istituto della *golden share* è stato massivamente utilizzato anche in Italia, sulla scorta di quanto accaduto in Francia, nel periodo delle privatizzazioni delle aziende pubbliche a cavallo tra gli anni '80 e '90 del secolo scorso: esso consentiva infatti allo Stato di "fare cassa" vendendo sul mercato la maggioranza delle quote di capitale di tali aziende, ma al tempo stesso di mantenerne il pieno controllo riservandosi il diritto *ex* statuto di nominare un certo numero di componenti del consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo nonché di designare gli amministratori delegati, soprattutto con riguardo a quelle aziende considerate strategiche per il Paese. Peraltro, da una parte, la scarsa appetibilità sul mercato azionario di società gravate dalla presenza nello statuto di clausole di *golden share*, dall'altra, in particolare, le sentenze di condanna al riguardo emesse dalla Corte di Giustizia Europea, che considera tali clausole di privilegio in evidente violazione dei trattati comunitari in tema di libertà economica e d'impresa, hanno persuaso i governi nazionali a eliminare progressivamente l'uso di tali strumenti sostituendoli con meccanismi maggiormente rispettosi delle regole del libero mercato (cc.dd. *golden powers*, quali ad esempio la previsione di maggioranze rafforzate, poteri di veto e financo di opposizione al trasferimento di partecipazioni qualificate) per garantire la supervisione delle imprese nazionali operanti in settori considerati strategici per il sistema-Paese quali difesa, sicurezza nazionale, energia, trasporti e telecomunicazioni (D.L. n. 21 del 15 marzo 2012; D.L. n. 22 del 25 marzo 2019; D.L. n. 105 del 21 settembre 2019).

forza argomentativa delle obiezioni opposte alla legittimità del controllo tramite clausole statutarie atteso che il Legislatore ha espressamente formalizzato, all'art. 2497-*septies* c.c., la fattispecie dell'etero-direzione societaria di origine contrattuale (qui ovviamente intesa in senso lato). Sul piano dottrinale, peraltro, lo "sdoganamento" di tale forma di controllo appare, a nostro avviso, assai più "discutibile"³⁷ rispetto al contratto di dominazione poc'anzi analizzato, dato che nel caso del controllo tramite clausola statutaria l'influenza dominante viene esercitata non già sull'organo amministrativo della società-atomo ma piuttosto sull'assemblea di quest'ultima, tramite l'assegnazione *ex* statuto al soggetto beneficiario di una prevalenza "legale", e non già numerica, nella nomina degli amministratori (o della maggioranza di essi)³⁸.

3. Osservazioni

Il sistema di norme comunitarie riconducibili alla VII Direttiva CEE e relativo alla specificazione dei legami tra imprese trova origine in un compromesso tra due differenti orientamenti dottrinali: da un lato, il c.d. "principio *istituzionale*", di matrice anglosassone e incentrato sulla nozione di controllo, che è presupposto quando un'impresa dispone della maggioranza dei diritti di voto ovvero ha il diritto di nominare e/o revocare la maggioranza dei membri dell'organo amministrativo, di direzione o di vigilanza di un'altra impresa (art. 1, paragrafo 1, lettere

³⁷ Peraltro, prevalente dottrina al riguardo sostiene risolutamente che «...con la previsione introdotta nell'art. 2497-*septies* c.c. non sembra più revocabile in dubbio la liceità nell'Ordinamento nazionale del potere di esercizio di un'influenza dominante di un'impresa su un'altra impresa in virtù di apposite clausole inserite nello statuto sociale di quest'ultima». G. OLIVIERI, G. STRAMPELLI, *Il bilancio consolidato*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, U. TOMBARI (a cura di), Milano, 2016., 2457.

³⁸ A ben considerare, un riferimento ai contenuti essenziali dello IAS 27 consente di aver riguardo alla nozione di controllo e, quindi, alla identificazione delle circostanze che consentono di qualificare una relazione di partecipazione come "rapporto di controllo", donde l'esigenza di tenere presente la qualificazione del controllo come «il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività». Il passo citato richiede di puntualizzare: I) l'ambito di esercizio del controllo; II) gli obiettivi del controllo; III) i presupposti che consentono di definire la relazione di controllo.

a e b); dall'altro, il c.d. "principio *realista*" ispirato dal diritto societario tedesco, che consente agli Stati membri di ampliare l'area di consolidamento attribuendo prevalenza all'influsso dominante effettivamente esercitato da una direzione unica, a prescindere dalla sussistenza o meno di rapporti di partecipazione.

Il rinvio operato dal Legislatore nazionale ai soli numeri 1) e 2) del primo comma dell'art. 2359 c.c. configura, evidentemente, una nozione di predominio ai fini della redazione del bilancio consolidato essenzialmente ancorata a situazioni di controllo *interno* di diritto e di fatto derivanti dalla *disponibilità* di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria dell'azienda partecipata, cioè sulla base di linee oggettive definite dai rapporti formali di controllo che rappresentano vincoli giuridici obiettivamente rilevabili, e non già sulla base di relazioni *de facto*, pertanto escludendo dal consolidamento i bilanci delle società controllate da un'altra società mediante i particolari vincoli contrattuali di cui al numero 3), primo comma, del medesimo articolo.

La Relazione ministeriale di accompagnamento al citato decreto non spiega i motivi in virtù dei quali l'articolo 26 non considera controllate (escludendole perciò dal perimetro di consolidamento) le imprese assoggettate al controllo di un'altra società esercitato al di fuori dell'assemblea ordinaria (c.d. controllo *esterno*), al riguardo limitandosi a stabilire che «...la sola esistenza di influenza dominante fondata su vincoli contrattuali non è ritenuta sufficiente per giustificare l'inclusione, nei conti consolidati, del patrimonio e dei risultati economici di tali controllate»³⁹. In altre parole, le società controllate su cui viene esercitata un'influenza dominante in virtù di vincoli derivanti da un contratto rimangono estranee alla definizione stessa di gruppo (almeno ai fini del consolidamento dei relativi bilanci), probabilmente a causa del loro essere espressione di comportamenti meramente spontanei e giuridicamente non dovuti dai soggetti interessati⁴⁰.

In definitiva le scelte operate dal Legislatore con il D.Lgs. 127/91 sono riconducibili alla volontà di esprimere una legittima maggioranza,

³⁹ M. PINI, *Principi del nuovo bilancio d'esercizio*, Milano, 1993, 213. L'Autore conclude che «...all'interno della relazione ministeriale, quando ci si riferisce a "tali controllate", si parla di licenziatarie con obbligo di esclusiva, somministranti vincolate all'esclusiva, ecc.».

⁴⁰ G. OLIVIERI, G. STRAMPELLI, *Il Bilancio consolidato*, cit., 670.

di diritto o di fatto, dei diritti di voto in assemblea ordinaria, facendo pertanto riferimento ad una particolare configurazione di gruppo qualificata da un sistema di relazioni di controllo interno tra la capogruppo (tenuta alla redazione del bilancio consolidato a valere per tutte le aziende componenti l'aggregato) e ciascuna impresa-atomo, mentre, come anzidetto, la fattispecie del controllo esterno riveste nei fatti un ruolo tendenzialmente residuale, quando esercitata al di fuori dell'assemblea ordinaria tramite contratti di dominazione o clausole statutarie, oppure è esplicitamente esclusa, quando il controllo è esercitato per effetto dei particolari vincoli contrattuali *ex art. 2359 c.c.*

Se dunque il nucleo di qualsiasi rapporto di controllo è l'*influenza dominante* esercitabile da una società nei confronti di un'altra (pur se tale forma di influenza viene nominata esplicitamente soltanto ai citati punti 2 e 3 del primo comma dell'art. 2359 c.c.), con ciò intendendo genericamente il potere di un'azienda di "imporre" le proprie determinazioni ad un'altra azienda e ai soci che di quest'ultima fanno parte, appare chiaro come la finalità del sistema di norme concernenti la qualificazione del concetto di controllo in tema di bilancio consolidato sia quella di fornire un parametro giuridico quanto più oggettivo possibile ai fini dell'identificazione delle imprese da includere nell'area di consolidamento, non lasciando dunque spazio per una definizione di quest'ultima sulla base di circostanze in cui il coordinamento o la direzione unitaria delle imprese del gruppo non risultino basate su vincoli giuridici obiettivamente rilevabili e di agevole accertamento.

Tra *tokenizzazione* e dematerializzazione della quota di partecipazione: l'apertura del capitale e la possibile crisi della S.r.l.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le quote di S.r.l. nella disciplina vigente: il rapporto tra l'art. 2468 c.c. e la disciplina delle quote speciali di *start-up* e PMI secondo il D.L. 179/2012. – 3. La complessa genesi della S.r.l. e le successive controversie sulla qualificazione delle quote nell'ordinamento del mercato mobiliare. – 4. Sull'opportunità di alcune scelte effettuate nella Legge Capitali. – 5. Sulla limitazione del regime di dematerializzazione alle sole quote emesse da “piccole” S.r.l. – 6. Sull'opportunità di un “doppio regime circolatorio”. – 7. Sulla “*tokenizzazione*” delle quote di S.r.l. ai sensi del D.L. 25/2023 e sulla loro negoziabilità nelle infrastrutture di mercato DLT. – 8. Gli scambi di quote *tokenizzate* – 9. La prospettiva di un “mercato dei capitali” delle S.r.l. – 10. Riflessioni sulle conseguenze dei recenti interventi legislativi.

1. *Premessa*

L'art. 3 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. “Legge Capitali”)¹, rubricato «dematerializzazione delle quote di PMI», introduce una

* Il presente contributo riprende e amplia il *paper* dal titolo «Tra tokenizzazione e dematerializzazione: l'inesorabile mutazione delle quote di S.r.l.» presentato il 24 febbraio 2024 a Roma in occasione del XV Convegno Associativo dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale. La relazione è destinata alla relativa raccolta di studi, attualmente pubblicata dall'Associazione sul proprio sito web (https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2024/02/Di-Ciommo_Paper-XV-convegno-ODC-Tra-tokenizzazione-e-dematerializzazione-linesorabile-mutazione-delle-quote-di-S.r.l.pdf). Si ringraziano il Prof. Raffaele Lener e la Prof.ssa Paola Lucantoni per la loro guida costante e i loro indispensabili consigli e i Prof.ri Nicola De Luca, Laura Schiuma e Maurizio Onza per gli spunti di riflessione offerti nel corso della discussione dell'elaborato.

¹ Legge di iniziativa governativa il cui *iter* parlamentare è cominciato presso Senato con il deposito dell'A.S. n. 674 del 21 aprile 2022, approvato in prima lettura il 24 ottobre 2023. Successivamente trasmesso come A.C. n. 1515 e approvato in seconda lettura, con modificazioni, dalla Camera dei Deputati il 6 febbraio 2024. Nel corso della seconda lettura, la Camera dei Deputati ha modificato gli stanziamenti contenuti nell'art. 27 dell'allora D.d.L. “Capitali” a copertura del minor gettito delle imposte di bollo e di registro causati proprio dall'introduzione del regime di dematerializzazione delle quote di S.r.l. e, perciò, si è resa necessaria la trasmissione del D.d.L. al Senato come A.S. n. 674-B per una ultima approvazione in terza lettura.

norma peculiare e dirompente per il nostro mercato del capitale di rischio.

La norma apre alla possibilità per le quote di S.r.l. che hanno la qualifica di *start-up* innovative o di P.M.I. di accedere al sistema della gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-*bis* e ss. TUF.

A questo – più profondo – intervento si affianca, poi, la lettera *a-bis*) dell'art. 28, comma 2, del D.L. 17 marzo 2023, n. 25 che attribuisce alla Consob il potere di adottare un apposito regolamento con cui *estendere* le norme sulla *tokenizzazione* di strumenti finanziari alle quote di S.r.l.

2. Le quote di S.r.l. nella disciplina vigente: il rapporto tra l'art. 2468 c.c. e la disciplina delle quote speciali di start-up e PMI secondo il D.L. 179/2012

Come noto, la disciplina delle quote delle S.r.l. “tradizionali” è caratterizzata da marcate differenze rispetto alla corrispondente disciplina delle azioni.

L'essenza della disciplina – sostanziale – delle quote è delineata dall'art. 2468 c.c., secondo cui «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari» e «i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta».

Ciononostante, l'art. 2468 c.c. prevede anche che «se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento» e che «resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili».

In altri termini, mentre le azioni hanno «uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti» ai sensi dell'art. 2348, comma 1, c.c., lo statuto delle S.r.l. può attribuire diritti particolari a taluni soci e le quote possono *eventualmente* attribuire ai soci diritti quantitativamente

I fascicoli degli atti parlamentari e delle audizioni tecniche sono reperibili al seguente link: <https://www.senato.it/leg/19/BGT/Schede/Ddliter/57931.htm>.

diversi da quelli degli altri soci o, per dir così, *non-proporzionali* rispetto al conferimento da ciascuno sottoscritto e versato².

La disciplina delle quote evidenzia come la S.r.l. sia un tipo di società di capitali che, rispetto alle società azionarie, si caratterizza per un marcato *personalismo*.

Infatti, i diritti *non-proporzionali* o *particolari* dei soci sono in entrambi i casi attribuiti con apposita previsione statutaria (la prima riguardante la quota in sé, la seconda direttamente la posizione del singolo socio nella società), mentre il quarto comma dell'art. 2468 c.c. impone che la modifica dei diritti "*particolari*" attribuiti dallo statuto a un singolo socio possa *normalmente* avvenire con il consenso di tutti i soci.

Se il personalismo che caratterizza le quote e le S.r.l. nel loro complesso ha l'indubbio vantaggio di rendere la struttura societaria e il rapporto tra socio e società maggiormente flessibile, detta flessibilità rende difficile l'accesso delle S.r.l. *tradizionali* al mercato del capitale di rischio e, dunque, di reperirvi le risorse necessarie al finanziamento dell'impresa³.

² In dottrina, infatti, si parla di questa possibilità come espressione di un «divieto di standardizzazione» e, di conseguenza, come divieto di emettere «titoli di massa». In particolare, si v. M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 332 ss.; e V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione nella s.r.l. e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, 62 ss. Per una posizione contraria si v. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 873 e 908 ss., il quale respinge l'interpretazione dell'art. 2468 c.c. come «divieto di standardizzazione», intendendo il divieto di emissione azionaria e di offerta al pubblico come un mero «divieto di emissione di titoli di credito» e, dunque, come divieto a fare «ricorso al mercato», conseguendone la preclusione di fare ricorso alla gestione accentrata come «tecnica di legittimazione e circolazione».

³ Sulla più generale materia dei diritti particolari dei soci di S.r.l. e sulla loro differenziazione rispetto alle quote speciali, si v. M. CIAN, "*Unitarietà*" e "*disgregabilità*" della partecipazione di s.r.l. nelle vicende organizzative, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 396 ss.; ID., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; ID., *L'intestazione intermediata delle quote si s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1260 ss.; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti*, 2020, 353 ss.

La legge di circolazione delle quote è contenuta negli artt. 2469 e 2470 c.c. ed è parzialmente modellata sulla disciplina della circolazione azionaria, pur mantenendo una significativa autonomia.

Infatti, se nelle società azionarie (e, in generale, nelle società emittenti titoli di credito nominativi) il libro dei soci svolge ancora un ruolo importante ai fini della legittimazione del socio verso la società in seguito alle vicende circolatorie⁴, ciò non è più vero per le S.r.l.: l'abrogazione dell'art. 2478, comma 1, n. 1, c.c. ha, infatti, portato all'espunzione del libro soci dal novero delle scritture contabili obbligatorie per le S.r.l.⁵.

Mentre, poi, la circolazione delle azioni si basa sugli specifici negozi cartolari della girata o del *transfer*⁶, la legge di circolazione delle quote di S.r.l. delineata principalmente dall'art. 2470 c.c. richiede il rispetto di ben più gravosi obblighi di forma e un penetrante regime di pubblicità legale⁷. Regime, peraltro, che induce parte della dottrina e della giurisprudenza a qualificare la quota come un bene mobile (e immateriale) non registrato ai sensi dell'art. 812 c.c.⁸.

Gli adempimenti imposti dall'art. 2470 c.c., uniti alla particolare flessibilità strutturale del rapporto partecipativo e al divieto *ex art.* 2468 c.c. fanno sì che la quota di S.r.l. sia tradizionalmente esclusa dalla categoria dei valori mobiliari, rendendo la S.r.l. “tradizionale” una società a capitale strutturalmente chiuso.

Tutti fattori che hanno indotto il legislatore più recente a introdurre regimi con l'obiettivo di incentivare le nuove imprese a costituirsi in

⁴ Il libro dei soci, quale registro di corrispondenza per i titoli nominativi, è infatti utile al solo fine di verificare la corrispondenza tra il possessore del titolo e i soggetti legittimati a esercitare i diritti in esso incorporati.

⁵ Intervenuta per opera dell'art. 16, comma 12-*octies*, D.L. 29 novembre 2008, n. 185.

⁶ Negozi che rendono il libro dei soci sostanzialmente una scrittura contabile di verifica della corrispondenza tra il prenditore e il soggetto legittimato all'esercizio dei diritti incorporati dal titolo azionario.

⁷ Come noto, per il trasferimento *inter vivos* della quota è necessario che l'atto abbia almeno la forma di scrittura privata autenticata e l'atto deve essere reso pubblico con il suo deposito presso il competente Registro delle Imprese.

⁸ Cfr., in giurisprudenza, Cass., 23 gennaio 1997, n. 697 e Cass., 13 settembre 2007, n. 19161. In dottrina, v. V. DE STASIO, *op. cit.*, 93 ss. e O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. Cottino*, vol. V, Padova, 2007, 126 ss. e M. ONZA e L. SALAMONE, *sub art. 1 TUF*, in *Comm. cod. civ. Gabrielli*, vol. *Artt. 1987-2027. Leggi collegate*, R. LENER (a cura di), Torino, 2015.

forma societaria e di agevolare la progressiva apertura di esse al mercato dei capitali.

Conscio, infatti, dei limiti che caratterizzavano la S.r.l. “*tradizionale*”, tra il 2012 e il 2017 il legislatore ha innovato (in via solo derogatoria e, perciò, in modo disorganico) la disciplina delle S.r.l. *inventandosi* prima la figura delle *start-up innovative* e, poi, delle piccole e medie imprese (PMI) «costituite in forma di società di capitali». Queste fattispecie *definitorie* introducono profonde deroghe rispetto alla disciplina *codicistica* della S.r.l.

Con l’art. 26 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 il legislatore ha stabilito che le S.r.l. ricadenti nei limiti dimensionali della *start-up* innovativa e, poi, della PMI possono: (i) ai sensi del comma 2, emettere delle c.d. “quote speciali”⁹ cui non si applica, ai sensi del successivo comma 5, il divieto di offerta al pubblico “nei limiti di quanto previsto dalle leggi speciali”; (ii) prevedere forme di partecipazione all’impresa ulteriori rispetto al solo capitale di rischio, consentendo (su base sempre eccezionale) l’emissione di strumenti finanziari partecipativi; e (iii) nei limiti dell’esecuzione di piani di incentivazione, compiere operazioni sulle proprie quote.

Contestualmente, è stato introdotto il primo nucleo della disciplina in materia di *equity crowdfunding* quale strumento d’elezione della raccolta di capitali presso il pubblico per questo particolare “tipo” di società¹⁰.

Queste iniziali misure, pur avendo timidamente aperto la struttura del capitale delle S.r.l., hanno avuto anche l’inevitabile risultato di ravvicinare la stessa S.r.l.-PMI a una specie di S.p.A. “*nana*”.

L’introduzione delle c.d. “quote speciali” sembra, infatti, aver irrigidito la struttura essenziale del rapporto partecipativo del socio al capitale: se è vero che l’art. 26 D.L. 179/2012 nulla dice in ordine all’attribuzione di diritti *non-proporzionali* o particolari anche ai

⁹ Del tutto analoghe alle categorie speciali di azioni introdotte nel 2003 per le S.p.A.; cfr. sul punto il parallelismo tra quote ed azioni speciali contenuto nella relazione illustrativa al D.L. 179/2012 (nella parte relativa all’art. 26) depositata dal Governo presso la Camera dei Deputati durante il procedimento di conversione in legge. Il documento è reperibile al seguente link: <http://documenti.camera.it/leg16/dossier/testi/D12179.htm>.

¹⁰ Come noto, la disciplina nazionale del *crowdfunding* è stata oggi integralmente riformata in adeguamento a quanto stabilito dal Regolamento (UE) 2020/1503.

detentori di quote speciali e se, perciò, sembrerebbe astrattamente ipotizzabile che lo statuto possa attribuire speciali diritti patrimoniali o amministrativi anche a questi, la soluzione negativa appare tuttavia preferibile¹¹.

¹¹ Così sembrerebbero suggerire anche G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di Diritto Commerciale*, vol. 2, X ed., Torino, 2020, 571-574 e A. BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali. Categorie di quote nella S.r.l.-PMI*, in *Le Società*, 2019, 493 ss. Pur non essendo esplicito sul punto, sembra di diversa opinione M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss., il quale, al fine di evidenziare la legittimità delle quote speciali senza diritti di voto emesse ai sensi dell'art. 26 D.L. 179/2012, sottolinea come già sulla sola base dell'art. 2468 c.c. sia possibile argomentare per una maggior centralità del ruolo dell'autonomia statutaria rispetto alla struttura del capitale sociale e al rapporto partecipativo dei singoli soci rispetto alla società. Della questione si è – sia pur incidentalmente – occupato il Collegio Notarile del Triveneto con la Massima n. I.N.2. «I diversi diritti attribuibili alle categorie di quote nelle s.r.l.-PMI», che sottolinea all'ultimo capoverso che «nelle s.r.l.-PMI in cui siano stati attribuiti particolari diritti a singoli soci ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., non appare possibile creare categorie di quote il cui ambito operativo contrasti, anche solo potenzialmente, con quello dei particolari diritti». Secondo A. BUSANI, *op. cit.*, 495-496, nella S.r.l. sarebbe, inoltre, possibile la configurazione di una assemblea dei soci di categoria deputata a deliberare in ordine alle modifiche statutarie che incidono sulla loro posizione. Dello stesso avviso sembrano, da ultimo, anche I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto FinTech*, in *Il Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2023, 645 ss. e S. GUIZZARDI, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Euro. dir. priv.*, 2024, p. 147 ss. L'ipotizzata creazione di una assemblea dei titolari delle quote speciali sul modello dell'assemblea ex art. 2376 c.c., tuttavia, non convince. È infatti dubbio che alle S.r.l. emittenti quote speciali possa applicarsi analogicamente l'art. 2376 c.c.: le «azioni speciali» sono tendenzialmente escluse dalle «assemblee generali», le quote «speciali» sono invece ammesse alle «decisioni [generali] dei soci». Inoltre, nella – pur flessibile – organizzazione della S.r.l. non pare si possano istituire organi sociali o di rilevanza sociale (ossia organi che *deliberano* e non solo *consigliano*) ulteriori rispetto a quelli contemplati dalla legge. Se, poi, il metodo collegiale è necessario per l'adozione di modifiche dell'atto costitutivo ai sensi dell'art. 2480 c.c., è anche vero che il metodo assembleare è obbligatorio nei casi espressamente previsti dall'art. 2479, comma 4, c.c., che non lo riserva ai soli soci «speciali» allo stesso modo in cui l'art. 2376 c.c. lo riserva agli azionisti «speciali». Ciò potrebbe indurre a credere che i soci «speciali» di S.r.l. siano meno tutelati degli azionisti «speciali». L'assemblea speciale è, infatti, un istituto creato con la riforma del 2003 allo scopo di prevenire i possibili *abusi* degli azionisti ordinari in danno degli azionisti speciali, impedendo ai primi di modificare i diritti previsti dallo statuto per i secondi senza il loro *consenso*.

Questo comporta un apparente vuoto di tutela. Infatti, in un *tipo* societario in cui il *metodo assembleare* non è tendenzialmente la regola (o comunque non ha la stessa estensione che ha nella S.p.A.), un'applicazione analogica dell'art. 2376 c.c. indurrebbe a credere che la S.r.l. emittente quote «speciali», più che dotarsi di un'assemblea di categoria, debba dotarsi di un meccanismo con cui i soci «speciali» possono *condizionare* l'adozione di una modifica statutaria che incida sulla disciplina della propria partecipazione, prevedendo, per es., che la modifica della disciplina delle diverse quote «speciali» emesse sia adottata con il voto favorevole di una maggioranza qualificata della categoria interessata. Ciò risulterebbe, infatti, conforme alla previsione di cui all'art. 2479-*bis*, comma 3, c.c. La soluzione “*non-assembleare*” viene, infatti, prospettata dal Collegio Notarile del Triveneto con la Massima n. I.N.11. «Assemblee speciali in presenza di quote di categoria», secondo cui «stante la mancanza di una disciplina legale espressa sul punto è opportuno che lo statuto di s.r.l.-PMI disciplini il procedimento decisionale che consente di adottare le delibere che pregiudicano i diritti dei titolari di una determinata categoria di quote di partecipazione. Sotto questo profilo si reputa legittima la clausola statutaria che dispone che tali decisioni, per essere valide, debbano essere approvate, oltre che dall'assemblea generale dei soci, anche da una determinata maggioranza dei titolari delle quote della categoria pregiudicata, mediante adozione di una loro specifica deliberazione collegiale ai sensi dell'art. 2479-*bis* c.c., con riconoscimento del diritto di recesso per i soci dissenzienti pregiudicati da tali decisioni. Si reputa altresì legittima la clausola dello statuto che richiede il consenso unanime dei titolari delle quote di una determinata categoria per adottare decisioni che pregiudichino i loro diritti». Peraltro, al fine di comprendere i limiti di applicazione di un siffatto “consenso di categoria”, si dovrebbe approfondire se le quote “standardizzate”, ormai espressamente *sdoganate* dall'art. 3 L. n. 21/2024, siano *effettivamente* speciali e, dunque, siano una «categoria». In assenza di previsioni che le differenzino nei diritti amministrativi o patrimoniali da queste *rappresentati*, le quote “standardizzate” sarebbero teoricamente soggette solo alle regole che realizzano la *standardizzazione* (per es., le regole sull'ammontare minimo o massimo di sottoscrizione, l'esclusione del principio di unità, l'applicazione del principio di indivisibilità, i metodi da applicare per il computo dei voti espressi in assemblea conseguenti all'applicazione di detti principi, etc.). Le quote “standardizzate” appaiono «speciali», dunque, solo nella *rappresentazione* dei diritti sociali, non nel *contenuto*. Perciò, la *specialità* delle quote “standardizzate” non atterrebbe tanto alla disciplina della partecipazione (e, dunque, ai diritti sociali da esse *contenuti*) quanto alla *quantità* e al modo in cui possono esprimere i medesimi diritti. Dunque, l'applicabilità dei meccanismi prospettati alle quote *solamente* “standardizzate”, ossia quelle quote “standardizzate” rappresentative di una posizione sociale identica a quella propria del socio *ordinario* per contenuti e diversa solo per la loro rappresentazione, risulterebbe limitata alla modifica delle “regole di *standardizzazione*” e a quelle che comportano una divaricazione tra la posizione sociale espressa dalle quote “ordinarie” e quella delle quote “standardizzate”. Sul rapporto tra specialità della partecipazione (sia pure degli strumenti finanziari partecipativi e non delle azioni) e diritti di “*voice*”, si v. R. LENER,

Gli interventi in questione non sembrano avere avuto il successo sperato dal legislatore anche in ragione delle incertezze applicative generate dalla norma in commento.

Le ambiguità contenute nell'art. 26 D.L. 179/2012 e i principi di unità e divisibilità della quota sembrano mal conciliarsi con la predisposizione di categorie speciali di quote convertibili in quote ordinarie secondo rapporti multipli di cambio o di altri meccanismi con simili effetti premiali¹². Ciò avrebbe indotto gli operatori a non farne un uso significativo, impedendo così lo sviluppo di prassi rilevabili o sufficientemente consolidate.

Allo stesso tempo, l'introduzione di una sede per lo scambio e la raccolta del capitale di rischio diversa rispetto ai più *tradizionali* mercati regolamentati (o MTF), con livelli di trasparenza e garanzia significativamente inferiori per gli investitori, avrebbe di fatto impedito che la più larga parte di questi ultimi (ossia gli investitori non professionali) sviluppassero un sostanziale disinteresse nei confronti delle *start-up* innovative e delle PMI.

Infine, l'assenza di una organica politica di raccordo che conducesse la S.r.l. anche ai mercati più *formali* dopo i *round* di raccolta sui portali

Voice dei soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 480 ss.

¹² L'adozione di categorie di quote dotate di un voto maggiorato (analogamente all'attribuzione di diritti *non-proporzionali* in base alle norme del codice) o di quote speciali scambiabili con quote ordinarie secondo un apposito rapporto di cambio, pur essendo concepibile in astratto, sembra mal conciliarsi con il principio di unità e divisibilità della quota. La costanza del *numero* dei diritti di voto esercitabili in assemblea e della partecipazione del capitale e l'assenza di incorporazione di essi in un rigido e indivisibile *medium pulviscolare* (o, meglio, di unità di misura minima) quale è l'azione (in altri termini, il fatto che i voti e le partecipazioni complessive si possono esprimere solo in termini percentuali e sono, perciò, sempre pari al 100%) comporta che la maggiorazione dei diritti di voto di una categoria (o l'attribuzione della maggiorazione a un singolo socio in sede statutaria) ovvero la previsione di clausole di concambio di quote speciali con quote di altre categorie secondo un rapporto di cambio multiplo è solo apparente. L'effetto sostanziale della maggiorazione in questa situazione è quello di *sottrarre* la quantità di voti o la porzione di capitale rispetto a quelle attribuibili o, comunque, possedute dai detentori di quote ordinarie (o, meglio, "non-maggiorate"). Problemi, questi ultimi, che le azioni non possono porre in quanto tese a «rivolvere i problemi quantitativi connessi con l'esercizio dei diritti sociali» (cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. Colombo-Portale*, vol. 2, Torino, 1991, 101 ss.).

di *crowdfunding*, come si vedrà, sembra avere lasciato incompleto il sistema della S.r.l.

3. *La complessa genesi della S.r.l. e le successive controversie sulla qualificazione delle quote nell'ordinamento del mercato mobiliare*

Come noto, l'attuale disciplina del tipo societario poggia (anche se sempre più debolmente) sulla complessa elaborazione della dottrina societaria tra la fine del XIX e la prima metà del XX secolo¹³.

La società anonima, quale antesignana dell'odierna società per azioni, era l'unico modello di società idoneo secondo le norme del tempo a rappresentare imprese di grandi dimensioni e, perciò, a potersi aprire al mercato e a raccogliere una compagine sociale numerosa emettendo azioni¹⁴. Ciò aveva giustamente indotto il legislatore ottocentesco (per vero già con il codice di commercio del 1865) a strutturare la società anonima secondo un articolato complesso di organi e strutture¹⁵.

Si potrebbe dire che il sistema conosciuto dalla codificazione *liberale* del 1865 e del 1882 concepiva solo due forme *estreme* di impresa commerciale lucrativa in forma societaria: l'impresa societaria piccolissima e meramente *associativa* (cui rispondevano i vari tipi di

¹³ Per una complessiva disamina storica, si v. M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 ss.

¹⁴ V. C. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. II, Milano, IV ed., 1912, 112 ss. che, in relazione alla trasformazione di una società di persone in società anonima, afferma che ciò può certamente avvenire in quanto i soci collettivi intendano "aumentare il capitale aumentando i soci".

¹⁵ Ossia il consiglio di amministrazione cui era affidata la gestione dell'impresa sociale e, con il codice del 1882, il controllo esercitato dal collegio sindacale. Peraltro, a differenza del codice del 1865, il codice di commercio del 1882 innovò la struttura della società anonima introducendo per la prima volta il sistema del capitale minimo legale. Nel vigore della codificazione del 1865, infatti, il capitale minimo era imposto solamente dalla legislazione speciale (R.D. 14 gennaio 1864, n. 1062 e il correlato regolamento di cui al R.D. 12 febbraio 1865, n. 2157) applicabile alle società anonime o in accomandita per azioni emittenti azioni od obbligazioni al portatore. Il regime del capitale minimo legale precedente al 1882, peraltro, si configurava più come un criterio di valutazione dei commissari governativi ai soli fini del controllo per il rilascio del provvedimento di omologa e autorizzazione amministrativa alla pubblicazione degli atti costitutivi nella Gazzetta Ufficiale del Regno.

società di persone) e l'impresa grande o grandissima (cui rispondeva la società anonima e la correlata limitazione di responsabilità)¹⁶.

Entrambi i codici di commercio conoscevano un modello *alternativo* alla (o, meglio, una variazione della) società anonima *azionaria*: la società anonima *per quote*¹⁷.

Essa è, tuttavia, rimasta inattuata per circa ottant'anni e la dottrina dell'epoca si è chiesta le ragioni di un così duraturo e profondo insuccesso.

Alcuni hanno individuato le cause del fallimento nell'evidenza che le società anonime *per quote* fossero pur sempre soggette ai requisiti organizzativi e al sistema di governo societario tipico delle società anonime *azionarie*: pur non emettendo azioni e adottando una struttura chiusa, l'anonima *per quote* comportava per i soci la rinuncia *nei fatti* al beneficio (sia pure solo potenziale) di adottare un capitale a struttura *aperta* senza alcun *alleggerimento* nel sistema di governo societario¹⁸.

Nei primi decenni del XX Secolo emersero, poi, sempre più chiaramente le criticità del sistema societario precedente al codice civile del 1942¹⁹.

Si evidenziava un insostenibile sovradimensionamento delle strutture richieste dal codice rispetto a imprese che, pur essendo di modeste dimensioni, ormai *accedevano* alla società anonima a causa della progressiva svalutazione monetaria che nel tempo aveva eroso

¹⁶ Si affermava che la limitazione trovasse giustificazione nella grande dimensione dell'impresa (e dunque del rischio) e nella prospettiva di lungo o lunghissimo periodo nella durata dell'impresa sociale. Ha progressivamente preso corpo, poi, l'opinione secondo cui l'ordinamento societario recato dal codice di commercio del 1882 fosse ormai divenuto inadeguato, in quanto esso conosceva la società anonima come sola forma di società di capitali (lucrative) cui era riconosciuto il beneficio della limitazione di responsabilità. Sul punto, v. A. BRUNETTI, *Trattato del Diritto delle Società*, vol. III, Milano, 1950, 3 ss.

¹⁷ V. sul punto C. VIVANTE, *op. cit.*, 264 ss. per quel che riguarda la disciplina allora vigente.

¹⁸ V. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 449 ss. e A. BRUNETTI, *op. cit.*, 6 ss.

¹⁹ Dagli anni '20 del XX secolo, infatti, la dottrina ha sempre più marcatamente lamentato l'inadeguatezza della società anonima per il contesto produttivo dell'epoca. Il codice di commercio del 1882 e il legislatore successivo, infatti, hanno perseverato nel trascurare l'esigenza di dare forme (societarie) adeguate alle imprese *medie* dimensioni con benefici ravvicinabili a quelle delle imprese di grandi o grandissime dimensioni. V. sul punto T. ASCARELLI, *op. cit.*

l'iniziale onerosità del milione di lire quale capitale minimo legale e della possibilità di eseguire parzialmente i conferimenti sottoscritti dagli azionisti.

Generalmente si parlava, infatti, del problema delle c.d. "anonime tascabili"²⁰.

Era chiaro che la società anonima *per quote* dovesse essere sostituita da un nuovo e più adeguato tipo societario: in tale contesto, tra il 1921 e il 1925, furono elaborati due progetti di riforma del codice di commercio che avevano l'obiettivo di introdurre un tipo societario intermedio tra la piccola impresa societaria personalistica e la grandissima impresa capitalistica.

Tuttavia, la dottrina prevalente tendeva a indicare la necessità che questo nuovo tipo si configurasse con tendenze personalistiche particolarmente spiccate²¹.

In questo fu essenziale l'esperienza della società a garanzia limitata austroungarica (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* o GmbH.), regolata dalla legge austriaca del 6 marzo 1906, B.L.I., n. 58²².

²⁰ Parte della dottrina si doleva di ciò non tanto in funzione dell'inadeguatezza dell'ordinamento societario rispetto al sistema produttivo del Paese, vedendo piuttosto nella troppo larga diffusione della "piccola" società anonima (e della conseguente responsabilità limitata) il pericolo di abusi a danno dei creditori. V. sul punto L. MOSSA, *La società anonima e i denti del drago*, Pisa, 1941, 4 ed E. SOPRANO, *La società a responsabilità limitata nel nuovo codice civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, 394 ss. In particolare, SOPRANO sottolinea a p. 397-398 come «in Italia la pratica aveva fatto ricorso all'anonima anche per le minori imprese. Pullulavano le "piccole anonime", costituite con capitali talvolta perfino irrisori, che, colla riforma azionaria, offrivano la maschera per celare al pubblico l'identificazione dei vari interessati, mentre la vincolabilità delle azioni (largamente consentita dalla giurisprudenza) dava modo di evitare l'intervento diretto nella società di intrusi, senza bisogno di ricorrere al tipo, che pure il codice di commercio offriva [...] della anonima per quote». N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007, a p. 261 ricollega l'insuccesso dell'anonima per quote alla mancata previsione di una disciplina differenziata.

²¹ Parte della dottrina dell'epoca ha tentato di suggerire al legislatore *temperamenti* alla struttura fortemente capitalistica della "società a garanzia limitata" originale o che quantomeno garantissero, pur in un capitale e in una compagine sociale rigidamente chiusa, un sufficiente livello di frammentazione della proprietà e un diritto di prelazione sulle quote a tutela della compagine sociale che ha costituito l'ente. Si veda anche il par. 1011 della Relazione illustrativa al c.c. che dà una efficace sintesi del dibattito dottrinale precedente. V. sul punto A. BRUNETTI, *op. cit.*, 19-13.

²² La GmbH è stata *importata* in Italia in seguito all'annessione delle Province di

Memore anche del (e forse nonostante) l'allora nuovo ordinamento corporativo, la codificazione del 1942 disciplina la neonata società a responsabilità limitata optando per un modello flessibile sia nei rapporti tra i soci, sia nelle dimensioni attuali e future dell'attività di impresa esercitata tramite essa.

La struttura del capitale e della compagine sociale della *nuova* S.r.l. è sì chiusa, ma non con quelle rigidità *personalistiche* che si proponeva di introdurre nel progetto del 1925 per la «società a garanzia limitata»²³.

Per il legislatore del 1942, infatti, il carattere personale della società si osserva nella possibilità di attribuire statutariamente e a singoli soci speciali diritti che trovano la propria fonte nel contratto sociale e non sono incorporati nel rapporto partecipativo²⁴; la quota è, poi, lo *strumento* con cui si evidenzia ulteriormente il carattere personale della

Trento, Bolzano, Trieste e Gorizia dopo la Grande Guerra. Le società a responsabilità limitata di diritto austroungarico esistenti nel territorio delle *nuove* Province continuarono a esistere ed essere regolate dal loro ordinamento di origine, potendo anche esserne costituite nuove società secondo tale disciplina (alla condizione che la loro sede legale fosse fissata nelle Province di Trento, Bolzano, Trieste o Gorizia). Cfr. sul punto l'art. 3 del R.D. 4 novembre 1928, n. 2325 concernente «l'unificazione legislativa nei territori annessi al Regno [d'Italia]». La norma – formalmente abrogata nel 2010 – stabiliva che: «Fino a nuove disposizioni di carattere generale, restano in vigore la legge 6 marzo 1906, B.L.I., n. 58, sulle società a garanzia limitata e le ordinanze complementari, in quanto non siano state derogate o abrogate dopo l'annessione, salvo quanto è disposto nell'art. 42 del presente decreto. / I richiami della legge sopraindicata a norme della legislazione precedente si intendono riferiti alla nuova legislazione, la quale si applicherà inoltre in tutto ciò che non sia regolato dalla legge speciale. / Per le forme di pubblicità si osservano le disposizioni stabilite per le società anonime, esclusa la pubblicazione degli atti nel Bollettino delle Società per azioni prescritta nell'art. 95 del Codice di commercio. / I poteri attribuiti dalla legge sopraindicata alla procura di finanza saranno esercitati dal Pubblico Ministero». Cfr. anche il par. 1004 della Relazione illustrativa al c.c.

²³ Per es., nel progetto del 1925 la società a garanzia limitata avrebbe potuto includere un numero di soci non inferiore a tre e non superiore a venticinque e solo i soci potevano assumere l'amministrazione del patrimonio e dell'impresa sociale. V. sul punto A. BRUNETTI, *op. cit.*, 14. Si v., inoltre, la Relazione Illustrativa del Ministro Guardasigilli, On. Alfredo Oviglio, al Disegno di Legge n. C.2013 del 10 febbraio 1923 di delega al governo per l'approvazione dei nuovi codici. La relazione è stata pubblicata in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, 253 ss. La scheda illustrativa del Disegno di Legge è disponibile al seguente link: <https://storia.camera.it/documenti/progetti-legge/2013-delega-al-governo-della-facolta-arrecare#nav>.

²⁴ Cfr. par. 1010 della Relazione illustrativa al c.c.

partecipazione sociale cui, perciò, «non è giustificat[o]» applicare la stessa modalità e forme di circolazione tipiche delle azioni²⁵.

Proprio quest'ultimo passaggio della Relazione al codice sembra porsi in contraddizione con la precedente scelta di non imporre un numero massimo o minimo di soci.

La Relazione del Guardasigilli al nuovo codice civile evidenzia una sostanziale (e per l'epoca innovativa) indifferenza dell'ordinamento tanto nei confronti delle S.r.l. a base sociale ristretta, quanto verso una S.r.l. a proprietà *diffusa* o *frammentaria*²⁶.

La dottrina successiva, anche recente, ha indagato i motivi di una tale scelta arrivando alla conclusione che la S.r.l. nascesse in un non troppo implicito intento del legislatore di configurarla come una società essenzialmente chiusa e con una struttura del capitale inidonea ad accedere al mercato (e, dunque, a sollecitare il pubblico dei risparmiatori)²⁷ e ciò ha influito sulla qualificazione della quota unicamente come prodotto finanziario.

Una tale tendenza interpretativa è dunque rimasta pressoché immutata sino agli inizi del XXI Secolo e, precisamente, sino al 2000: con il nuovo millennio le istituzioni europee (e, di conseguenza, il legislatore italiano) hanno avviato un profondo processo riformatore che portasse al progressivo accesso delle piccole e medie imprese al mercato del capitale di rischio²⁸.

La letteratura economica tra la fine del secolo scorso e l'inizio del millennio ha infatti sempre più fortemente evidenziato la necessità per le *start-up* innovative, prima, e per le piccole e medie imprese, poi, di

²⁵ V. par. 1012 della Relazione illustrativa al c.c. Di quest'ultima circostanza, tuttavia, la Relazione non offre alcun ulteriore approfondimento, né motiva le ragioni della scelta.

²⁶ V. par. 1008 della Relazione illustrativa al c.c.

²⁷ V. per l'appunto, M. NOTARI, *op. cit.*, e V. DE STASIO, *op. cit.*, *sub* nt. 2. Cfr., inoltre P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 489 ss. Peraltro, già nel lontano 1912, C. VIVANTE, *op. cit.*, 264 ss., segnalava, sia pure in relazione alla società anonima *per quote*, che il sistema delle quote fosse di per sé preclusivo (dunque, al di là dei divieti legali) all'accesso o alla formazione dei «listini di borsa» e che proprio per questa ragione il codice di commercio autorizzava le sole società anonime *azionarie* a farne parte.

²⁸ V. sul punto le Conclusioni della Presidenza, Consiglio Europeo di Lisbona, 23 e 24 marzo 2000, parr. 14 e 15.

aprirsi al mercato per finanziare le proprie imprese a condizioni migliori rispetto al finanziamento di natura creditizia e, così, colmare il c.d. “*equity gap*”²⁹.

Questo processo ha avuto un primo compimento in Italia con l’entrata in vigore degli artt. 25 ss. e 30 del D.L. 179/2012, che hanno rispettivamente introdotto la figura della *start-up* innovativa e la disciplina dei portali e delle raccolte di *crowdfunding*. Alla *start-up* innovativa si è poi affiancata la «PMI innovativa» in forza dell’art. 4 del Decreto-Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

Dopo un breve periodo di tempo, entrambe le figure sono state *fuse* con l’introduzione della figura *trasversale* della PMI, per dir così, *generica* con l’introduzione dell’art. 1, comma 70, L. 11 dicembre 2016, n. 232 e dell’art. 57, D.L. 24 aprile 2017, n. 50³⁰.

L’introduzione della disciplina del *crowdfunding* ha certamente rappresentato una *timida* apertura capitale prima delle *start-up* innovative e, poi, delle PMI, ma la sua disciplina è stata caratterizzata dal legislatore, in primo luogo, come una eccezione regolata dalla legge speciale rispetto alle ordinarie previsioni societarie e del mercato mobiliare³¹.

Perciò, la dottrina successiva al 2012 sembra avere pressoché unanimemente dato per scontato che la quota di partecipazione al

²⁹ Per un esame degli studi economici che hanno condotto a tali valutazioni tra gli anni '70 e i primi anni del 2000, v. L. CANOVI, A.G. GRASSO e V. VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative*, in *Banca imp. soc.*, 2007, 309 ss.

³⁰ Figura introdotta nel 2015 essenzialmente per consentire una continuità di disciplina alle *start-up* innovative costituite da un tempo superiore ai 4 anni inizialmente previsti dal D.L. 179/2012 per beneficiare della qualifica di *start-up* innovativa e di tutte le conseguenti agevolazioni fiscali e societarie. In seguito, il legislatore ha inteso generalizzare nel 2017 la figura delle PMI (innovative e non) e i conseguenti benefici speciali in materia societaria riservando, poi, le speciali agevolazioni fiscali alle sole società a carattere innovativo.

³¹ Peraltro, il sistema del *crowdfunding* non favoriva (né tutt’oggi favorisce) la standardizzazione dei rapporti: il portale di raccolta appare uno strumento utile a mettere in contatto investitore e impresa con condizioni di investimento definite unicamente per obiettivi che, il più delle volte, si pongono come condizioni di efficacia della sottoscrizione. Sulla piattaforma, in sostanza, non viene offerta al pubblico degli investitori un rapporto partecipativo e di raccolta già (pre-)definito in tutte le sue caratteristiche fondamentali.

capitale di una S.r.l. fosse ancora esclusivamente un «*prodotto finanziario*»³².

Ciononostante, le caratteristiche delle quote di partecipazione e l'assenza di un sistema che ne agevolasse la circolazione tra gli investitori hanno relegato sino a oggi la quota di S.r.l. al ruolo di “valore non (agevolmente) negoziabile” e, perciò, estranea alla nozione di «strumento finanziario» introdotto dalle tre grandi riforme del mercato mobiliare europeo, ossia la Direttiva 1993/22/CEE e le due MiFID.

4. *Sull'opportunità di alcune scelte effettuate nella Legge Capitali*

Come si è detto, per favorire una gestione delle partecipazioni più semplice e agevolare l'accesso delle S.r.l. al mercato dei capitali, l'art. 3 della Legge Capitali estende il sistema della dematerializzazione *tradizionale* anche alle quote di S.r.l.

La norma modifica l'art. 26 del D.L. 179/2012 introducendo i commi da *2-bis* a *2-quater*, ai sensi dei quali: (a) «le quote appartenenti alle categorie del comma 2 [ossia le c.d. “categorie di quote”, ordinarie e speciali], aventi eguale valore e conferenti uguali diritti, delle società di cui al medesimo comma, possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-*bis* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58»; (b) «alle quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma *2-bis* si applica [la normativa (anche di rango secondario) in materia di gestione accentrata di strumenti finanziari in regime di dematerializzazione]»; e (c) «per le società di cui al comma 2 che si avvalgano della disciplina del comma *2-bis* è obbligatorio tenere il libro dei soci. Per le quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale, devono essere indicati nel libro soci, distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni, nonché le variazioni nelle persone dei soci. Per le quote emesse in forma

³² V., in particolare, BENAZZO, *La S.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 101 ss.; M. MALTONI e P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 579 ss.; O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla “nuova” alla “nuovissima” S.r.l.)*, in *Nuovo dir. soc.*, n. 5, 2014, 9 ss.; G.P. LA SALA, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di S.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, 1118 ss.

scritturale, la società è tenuta ad aggiornare il libro soci conformemente a quanto previsto per le azioni dall'articolo 83-*undecies*, comma 1, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Le risultanze del libro sono messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato».

Inoltre, l'art. 3 della Legge Capitali stabilisce anche che il regime di dematerializzazione intermediata delle quote di S.r.l. che hanno promosso raccolte di *crowdfunding*³³ prevista dal comma 2 dell'articolo 100-*ter* TUF è regime alternativo *anche* al regime di dematerializzazione introdotto dal nuovo comma 2-*bis* e ss. dell'articolo 26 D.L. 179/2012.

Consentire l'accesso al *solo* regime di dematerializzazione e non alla gestione accentrata di titoli di credito sembra una scelta opportuna.

L'accesso alla, sia pur desueta, gestione accentrata non-dematerializzata avrebbe provocato non indifferenti difficoltà interpretative, sia in quanto le S.r.l. non possono in principio emettere azioni (e, più in generale, titoli di credito)³⁴, sia in quanto le quote di partecipazione, diversamente dalle azioni, non sono *strumenti* caratterizzati dalla medesima *uniformità* o, meglio, possibilità di standardizzazione³⁵.

³³ Ossia l'intestazione delle quote della S.r.l. che ha promosso la raccolta a nome di un intermediario «per conto [dei] terzi» investitori (e la relativa pubblicazione di siffatta intestazione nel Registro delle Imprese).

³⁴ Salvo adottare una interpretazione estensiva della disapplicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c. stabilita dall'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012 anche con riferimento al divieto di emissione azionaria.

³⁵ Il sistema della gestione accentrata di titoli di credito, infatti, è stato concepito negli anni '80 del secolo scorso per gli emittenti di azioni e obbligazioni al fine di semplificare la gestione di questi ultimi per gli intermediari che, ricevendole dai propri clienti nell'ambito di un rapporto contrattuale di deposito e amministrazione di titoli, dovevano svolgere tutte le (gravose) attività di riscossione, di *cura* e di *agevolazione* all'esercizio dei diritti amministrativi elencate dall'art. 1838 c.c. Per un esame del primo "sistema Monte titoli" e la sua iniziale da sistema di gestione accentrata a sistema di dematerializzazione di titoli, cfr. R. LENER, *La Dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema Monte titoli*, Milano, 1989. In ordine agli ultimi sviluppi interpretativi in materia di dematerializzazione obbligatoria di titoli di credito, cfr. R. LENER e G. BONANTE, *Dematerializzazione obbligatoria di titoli soggetti alla lex societatis italiana*, 25 novembre 2021, in www.dirittobancario.it.

Le norme appena introdotte appaiono, ad ogni modo, una scelta a dir poco dirompente rispetto al sistema e alle prassi di mercato esistenti e consolidate.

L'art. 3 della Legge Capitali sembra ormai fornire argomenti decisivi a chi ha sostenuto nell'ultimo decennio che le quote di S.r.l. non possono più qualificarsi *soltanto* come «prodotti finanziari» e che esse possono ricadere, sia pure al ricorrere di specifiche condizioni, tra i «valori mobiliari» e, perciò, tra gli «strumenti finanziari»³⁶.

In primo luogo, le norme in discorso sembrano ridurre ulteriormente l'ambito di applicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c.

Il divieto, infatti, era già parzialmente inoperante in forza dell'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012 e viene oggi ulteriormente *indebolito* dal nuovo comma *2-ter* introdotto dalla Legge Capitali.

L'art. 26, comma 5, del D.L. 179/2012 deroga, infatti, al divieto di emissione azionaria offerta al pubblico previsto dall'art. 2468 c.c. “nei limiti di quanto stabilito dalle leggi speciali”.

Perciò, già nell'ambito della disciplina delle società che accedono alle raccolte di *crowdfunding* se ne doveva dedurre che l'offerta al pubblico delle quote fosse comunque consentita in occasione di dette raccolte in via d'eccezione alla regola prevista dall'art. 2468 c.c.

Con l'introduzione del comma *2-ter* all'art. 26 del D.L. 179/2012 Legge Capitali, il divieto di emissione azionaria e offerta al pubblico risulterebbe ridotto a un sottilissimo *velo*.

Infatti, l'accesso alla dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-*bis* e ss. TUF comporta la *sottrazione* dello strumento *ammesso* al sistema dalla propria legge *ordinaria* di circolazione³⁷ e il suo contestuale assoggettamento alla legge di circolazione *dematerializzata* (o scritturale) prevista proprio dagli artt. 83-*bis* ss. TUF.

³⁶ Cfr. sul punto, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss. Peraltro, il considerando n. 13 al Regolamento (UE) n. 1503/2020 in materia di *crowdfunding* qualifica già di per sé le quote di «società private a responsabilità limitata» come valori mobiliari, al pari delle azioni. Sembra infatti che l'ordinamento europeo sia di per sé orientato nel senso di parificare azioni e quote ai fini della definizione di «valori mobiliari».

³⁷ Nel caso delle quote, l'obbligo di concludere gli atti di cessione in forma di scrittura privata autenticata e di provvedere alla sua pubblicazione nel Registro delle Imprese.

Ne conseguirebbe che le quote ammesse alla dematerializzazione sarebbero assoggettate alla legge di circolazione degli strumenti dematerializzati di cui agli artt. 83-*bis* ss. TUF tanto quanto lo sono oggi le azioni e le obbligazioni, potendo perciò circolare in forme molto più agevoli.

Inoltre, l'accesso al sistema della dematerializzazione e la *standardizzazione* della partecipazione che ciò comporta (peraltro per espressa previsione di legge³⁸) renderebbe la quota di S.r.l. o, comunque, le quote appartenenti alla categoria *dematerializzata* astrattamente «negoziabili nei mercati di capitali».

La «negoziabilità», intesa come possibilità per il prenditore di scambiare strumento *detenuto* e come assenza in concreto di vincoli alla sua circolazione è il carattere essenziale che conforma la struttura dei valori mobiliari in generale³⁹.

La definizione di «valori mobiliari» di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF e all'art. 4, par. 1, n. 44, della Direttiva 2014/65/UE (c.d. «MiFID II») evidenzia come essi sono «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio»: (a) le azioni «e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario»; (b) le obbligazioni «e altri titoli di debito»; o (c) «qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

La locuzione «ad esempio» utilizzata dal legislatore (europeo e nazionale) induce a qualificare la fattispecie dei valori mobiliari come una fattispecie strutturalmente aperta.

Quella di *valore mobiliare* è nozione *flessibile*, idonea ad abbracciare diversi *fenomeni* accomunati tra loro da specifici tratti essenziali (i.e., la negoziabilità e un sufficientemente *radicamento* nelle prassi e nei mercati interessati).

³⁸ Si, noti, infatti che accedono al sistema le quote che “*hanno eguale valore e attribuiscono eguali diritti*”, formulazione non diversa da quella adottata nell'ordinamento per le azioni ordinarie di S.p.A.

³⁹ V. sul punto, A. DENTAMARO, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 823 ss.; E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, II ed., 2011, 20-26.

Peraltro, se è vero che l'elenco delle fattispecie *tipiche* dei valori mobiliari comprende solo figure che assumono la forma di titoli di credito (le azioni, le obbligazioni, i certificati di deposito, etc.), è anche vero che: (i) la definizione "generale" di valore mobiliare non sembra riferirsi a *valori* esclusivamente incorporati in titoli di credito, ma a *categorie di valori*, ossia a *fenomeni economici* caratterizzati da una certa *uniformità* di sostanza e dotati di una sufficiente *notorietà* nel mercato cui accedono⁴⁰; e che (ii) le azioni non sono l'unica *forma* con cui può essere rappresentato il diritto di partecipazione dei soci al capitale di rischio di una società⁴¹.

La definizione di «valori mobiliari», in effetti, menziona espressamente i «titoli» che siano «equivalenti alle azioni».

Se interpretata letteralmente, questa locuzione potrebbe indurre a escludere le partecipazioni che non sono rappresentate da titoli di credito dall'ambito della nozione.

Tuttavia, una simile interpretazione sembrerebbe troppo formalistica e destinata ad essere superata dagli ultimi sviluppi normativi⁴².

Le quote di S.r.l. sono, infatti, *forme* di partecipazione al capitale di rischio che, pur non essendo rappresentate da titoli di credito, hanno la medesima funzione sostanziale delle azioni, a maggior ragione se queste siano poi immesse in un sistema di gestione accentrata dematerializzata presso un depositario centrale e siano (di fatto o per conseguenza) assoggettate a un "*obbligo di standardizzazione*" che le

⁴⁰ Si v. M. ONZA e L. SALAMONE, *op. cit.*, 552-553, che individuano nella – necessaria – riconoscibilità socioeconomica e nella capacità di generare significativi flussi di domanda e offerta le caratteristiche essenziali della negoziabilità dei «valori mobiliari».

⁴¹ Cfr. E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1983, 1-57 e M. FRATINI, sub *art. 1, comma 1, lett. u), comma 1-bis, lett. a), b), c), comma 1-ter e comma 2*, in *Comm. t.u.f. Fratini-Gasparri*, vol. I, Torino, 2012, 26-29. Si noti, inoltre, l'ampia formulazione inizialmente adottata dalla Direttiva 1993/22/CEE, che all'art. 1, par. 1, n. 4, definisce i «valori mobiliari» come, *inter alia*, «le azioni e qualsiasi altro valore assimilabile alle azioni».

⁴² Si v. E. RIGHINI, *op. cit.*, 6-18, affermava già nel 1993 che la nozione di valori mobiliari fosse ormai stata investita da un processo di «decartolarizzazione» e si stesse perciò emancipando, dunque, dai – soli – titoli di credito (siano essi destinati o meno al mercato di massa). L'evoluzione della normativa si è sempre più discostata, poi, dal collegamento tra «valore mobiliare» e «titolo» *cartolare*. Cfr. sul punto, R. LENER, E. GABRIELLI, *op. cit.*, 15-18.

esonera in gran parte dall'applicazione del divieto di cui all'art. 2468 c.c.⁴³.

Peraltro, il Provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 prevede espressamente all'art. 34, comma 2, che «possono essere volontariamente immessi nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi dell'articolo 83-*bis*, comma 3, strumenti finanziari diversi da quelli previsti dai precedenti commi 1 e 2».

Il che sembrerebbe confermare, anche se sulla base della sola normativa secondaria, che l'accesso – sia pur volontario – alla dematerializzazione renderebbe le quote di *start-up* e PMI tendenzialmente qualificabili come strumenti finanziari (nella specie, valori mobiliari) se ed in quanto esse siano ammesse dal gestore al proprio sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione; ciò, si può ipotizzare, almeno perché l'accesso alla dematerializzazione, pur non rendendo certa l'esistenza di un mercato in cui negoziare risponde alla necessità di rendere più «agile lo scambio»⁴⁴.

5. Sulla limitazione del regime di dematerializzazione alle sole quote emesse da “piccole” S.r.l.

È da evidenziare che la Legge Capitali non sembra poi ammettere le quote di *tutte* le S.r.l. alla dematerializzazione: l'art. 3 della Legge Capitali *inserisce* le norme sulla dematerializzazione delle quote di S.r.l. *solo* nell'art. 26 del D.L. 179/2012 (e non anche le corrispondenti norme codicistiche).

⁴³ E, in effetti, già E. RIGHINI, *op. cit.*, 144-146, pur se nel contesto dei primissimi anni 90 in cui la nozione di valore mobiliare mutava la propria estensione in base alle finalità delle singole normative che regolavano per ciascun settore finanziario, ammetteva la possibilità – almeno astratta – che le quote di S.r.l. ricadessero nella *variegata* nozione di valore mobiliare allora conosciuta dall'ordinamento finanziario nazionale. Ordinamento che, peraltro, sarebbe stato di lì a poco riformato con l'attuazione della Direttiva 1993/22/CEE nel 1996 (il c.d. “decreto Eurosim”) e reso, poi, più organico con la “*codificazione*” recata dal TUF nel 1998. Cfr. sul punto, inoltre, R. LENER, E. GABRIELLI, *op. cit.*, 15-18.

⁴⁴ L'espressione è tratta da M. ONZA e L. SALAMONE, *op. cit.*, 552. In termini sostanzialmente analoghi sulla funzione dell'accesso alla dematerializzazione quale mezzo che agevola la negoziabilità e, dunque, l'appello al pubblico risparmio si esprime anche N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità*, *cit.*, 908.

Ciò ha l'effetto implicito di limitare questa innovazione alle quote delle sole S.r.l. qualificabili come: (i) *start-up* innovative ex art. 25, comma 2, D.L. 179/2012; o (ii) PMI.

Ne deriverebbe, perciò, che dal sistema della dematerializzazione saranno paradossalmente escluse le c.d. “grandi S.r.l.”.

Ciò non sembra di facile comprensione, né fondato su una qualche plausibile giustificazione⁴⁵.

⁴⁵ Inoltre, la scelta di limitare l'accesso alle sole S.r.l.-PMI sembra foriera di significativi paradossi quando poi si considerino i potenziali effetti dell'assoggettamento della S.r.l. “*non-più-PMI*” alla sola disciplina *ordinaria* codicistica. Secondo S. CORSO-A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Orizzonti*, 2024, p. 119–174, il fatto che l'accesso facoltativo alla dematerializzazione è consentito alle sole S.r.l.-PMI comporta che la S.r.l. che vi abbia fatto ingresso *da PMI* debba, poi, esserne *esclusa* una volta superati i limiti dimensionali della piccola e media impresa, (superamento che avverrebbe, peraltro, tendenzialmente a causa della crescita causata dalla decisione di aprirsi al mercato dei capitali). Ciò, in quanto la società, divenuta *grande* (o “*non-più-PMI*”) tornerebbe a essere disciplinata dal *solo* codice civile e, dunque, dall'art. 2468, comma 1, c.c., che vieta espressamente sia la *standardizzazione*, sia l'appello al pubblico risparmio. Una siffatta tesi, per quanto condivisibile in punto di interpretazione letterale, non tiene conto del fatto che in questo caso si arriverebbe al paradossale risultato di fare uscire le quote dal sistema in modo forzato, “chiudendo” così il capitale della società proprio dopo che la società è cresciuta grazie al mercato medesimo. Questo senza poi tener conto del fatto che, stando alla stretta interpretazione letterale della normativa, se è vero che le S.r.l. *non-più-PMI* poi non possono accedere alla dematerializzazione, è anche vero che teoricamente queste non potrebbero nemmeno emettere nuove quote speciali o standardizzate dopo il superamento dei limiti dimensionali in quanto questi sono strumenti *riservati* alle PMI in forza dell'art. 26 D.L. 179/2012. Tuttavia, non sembra certo concepibile che la società, una volta superati i limiti della PMI, debba procedere poi al ritiro e all'annullamento delle quote speciali, ciò quantomeno per una lesione dei diritti dei soci che le abbiano sottoscritte o acquistate prima del superamento dei detti limiti e per il conseguente mutamento della compagine sociale (*recte*, degli assetti della compagine sociale) che ciò comporterebbe senza che intervenga sul punto un esplicito consenso dei soci. Sul tema si era, peraltro, già espresso il Consiglio Notarile del Triveneto con la Massima n. I.N.4 «Perdita da parte di S.r.l. dei requisiti di PMI e sorte delle categorie di quote esistenti», che ha ribadito la legittimità della *sopravvivenza* delle quote speciali dopo il superamento delle soglie dimensionali da parte della società emittente. Se poi si ammette che l'accesso alla dematerializzazione è inizialmente al regime facoltativo e che poi le quote (facoltativamente) dematerializzate potranno essere negoziate in una sede di negoziazione (quali sono gli MTF riconosciuti come mercati di crescita per le PMI), allora l'ammissione alla negoziazione provocherebbe l'applicazione dell'obbligo di dematerializzazione ai

Dagli atti parlamentari (in particolare dalle relazioni tecniche depositate presso il Senato) viene omissis ogni riferimento ai motivi che hanno determinato una scelta siffatta, quasi come se i proponenti non fossero consapevoli del problema.

La scelta sin qui compiuta appare, poi, ancor più irragionevole se si pensa che l'accesso (quand'anche volontario) al regime di dematerializzazione *tradizionale* comporta per l'emittente un considerevole aumento della trasparenza informativa e un conseguente inasprimento dei requisiti (e dei *fabbisogni*) organizzativi.

In sintesi, l'accesso alla dematerializzazione alle sole *start-up* innovative e PMI comporta per queste ultime un significativo sforzo organizzativo, probabilmente sproporzionato rispetto alle loro effettive capacità e precludere l'accesso alle c.d. "grandi S.r.l." (senza, peraltro, alcuna ragione costituzionalmente plausibile) impedisce a queste ultime di *aprirsi* al mercato e di reperirvi il capitale da utilizzare per lo sviluppo delle proprie attività⁴⁶.

sensi dell'art. 83-*bis*, comma 1, TUF. Questo avrebbe la possibile – anche se paradossale – conseguenza che la S.r.l. ammessa alle negoziazioni non potrebbe più uscire dal sistema (salvo che non si arrivi alla ulteriormente paradossale conseguenza di ritenere che il gestore della sede di negoziazione debba escludere dal proprio mercato la S.r.l. *non-più-PMI* per perdita dei requisiti dimensionali e conseguente riassoggettamento al divieto *ex art.* 2468, comma 1, c.c.). Paradossi, questi, che inducono a dubitare della conformità della *limitazione* della dematerializzazione alle sole S.r.l.-PMI e del divieto di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. rispetto al principio di ragionevolezza *ex art.* 3 Cost.

⁴⁶ V. sul punto, R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, n. 0, 2023, 13 ss. e ID., *Nuove quote o nuova s.r.l.? Pensare prima di legiferare*, in *Analisi giur. econ.*, in corso di pubblicazione, 2024, consultato in bozza per cortesia dell'Autore. Si consideri, poi, che in sede di lavori parlamentari sono stati depositati plurimi emendamenti volti a introdurre l'obbligo per le società che accederanno alla dematerializzazione a dotarsi di un organo di controllo (che, invece, è ordinariamente opzionale). Detti emendamenti non sono stati, tuttavia, approvati durante le prime due letture. Ciò potrebbe dimostrarsi una fonte di rischio per abusi in danno soprattutto delle minoranze (destinate ad essere sempre più rilevanti nelle S.r.l. emittenti quote dematerializzate). È tuttavia vero che le norme tecniche del depositario centrale (e, in futuro, le norme delle sedi in cui saranno eventualmente negoziate le quote) potrebbero imporre l'istituzione di un organo di controllo come criterio di ammissione al sistema, rendendo con ciò superflua la previsione di un obbligo di fonte legale. Perciò, non risulterebbe convincente una motivazione che ricollegli eventualmente l'esclusione delle c.d. "grandi S.r.l." sulla facoltatività dell'organo di controllo ai sensi dell'art. 2477 c.c. (salvo superamento delle soglie

6. Sull'opportunità di un "doppio regime circolatorio"

Un'ulteriore criticità attiene al regime di circolazione delle quote. Non appare, infatti, opportuna la formulazione adottata dal nuovo comma 2-*quater* dell'art. 26 D.L. 179/2012.

Detta norma potrebbe consentire alle S.r.l. che accedono (sia pure volontariamente) al regime di dematerializzazione di mantenere un regime a "doppio binario circolatorio" analogo a quello già disciplinato dall'art. 100-*ter*, comma 2, TUF secondo cui le quote "non emesse in forma scritturale" continuerebbero a esistere e circolare secondo il regime cui erano originariamente soggette (ossia al regime ordinario).

La norma fa ambigualmente riferimento alle quote appartenenti ad altre categorie, ma non chiarisce esplicitamente: (i) se l'accesso alla dematerializzazione "propria" consente il mantenimento di una diversa legge di circolazione soltanto per le quote appartenenti a categorie non ammesse al sistema; o (ii) se, come già accade con la dematerializzazione "intermediata" di cui all'art. 100-*ter* TUF⁴⁷, le quote emesse prima dell'ammissione al sistema sono *estrane* al regime di circolazione *scritturale* e restano, dunque, soggette alle forme ordinarie⁴⁸.

In questa seconda ipotesi, la scelta del legislatore sarebbe del tutto inopportuna: il mantenimento di un "doppio binario" analogo a quello previsto dall'art. 100-*ter* TUF mortificherebbe la portata innovativa della norma in quanto la *semplificazione* che attiene alla circolazione dei diritti sociali sarebbe soltanto parziale, gravando l'emittente (di dimensioni non grandi e con una limitata capacità organizzativa) di un onere formale del tutto superfluo.

Sarebbe stato più opportuno, infatti, stabilire esplicitamente (o almeno più chiaramente) che l'ammissione al regime di dematerializzazione riguarda non già le sole quote della S.r.l. emesse a partire dalla data di ammissione al sistema, ma l'intera categoria cui le

dimensionali ivi previste), anche considerato che, dall'altro lato, proprio le PMI e le *start-up* innovative non vi sarebbero soggette.

⁴⁷ V. sul punto M. CIAN, *L'intermediazione intermediata delle quote di S.R.L. PMI*, cit., 1273-1279.

⁴⁸ Potendo, perciò, essere unicamente cedute mediante scrittura privata autenticata da iscriverne nel Registro delle Imprese.

quote appartengono e, perciò, anche quelle emesse in un momento precedente.

Il nuovo comma 2-*quater* dell'art. 26 D.L. 179/2012 avrebbe, infatti, dovuto chiarire in modo più univoco (o, comunque, più esplicito) che l'ammissione di una determinata categoria di quote al regime di dematerializzazione *sottrae* l'intera categoria al regime di circolazione *ordinario*, assoggettandola obbligatoriamente e *per l'intero* al regime *scritturale* di cui all'art. 83-*bis* e ss. TUF.

Stante la descritta ambiguità, sarebbe che le predette norme siano comunque interpretate senso in cui le società emittenti delle quote, all'atto dell'ammissione, devono “*consegnare*” al depositario centrale (e, dunque, a immettere nel suo sistema) *tutte* le quote appartenenti alla categoria ammessa al regime di dematerializzazione.

È opportuno dire che un chiarimento che risolva questa potenziale ambiguità e corrobora una tale interpretazione potrebbe arrivare dalle norme regolamentari che la Banca d'Italia e la Consob dovranno emanare per il necessario adeguamento del Provvedimento unico sul *post-trading* del 13 agosto 2018 e dalle corrispondenti norme tecniche che la Monte Titoli S.p.A., nella sua qualità di depositario centrale, dovrà adottare per consentire l'accesso delle quote ai propri sistemi⁴⁹.

7. Sulla “tokenizzazione” delle quote di S.r.l. ai sensi del D.L. 25/2023 e sulla loro negoziabilità nelle infrastrutture di mercato DLT

A dimostrazione di quanto sia divenuto inesorabile l'avvicinamento tra azioni e quote di S.r.l. (e, dunque, la mutazione di queste ultime in *strumenti finanziari*), devono essere esaminate le norme del D.L. 17 marzo 2023, n. 25 in materia di emissione e circolazione di «determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech».

Il D.L. 25/2023 ha adeguato l'ordinamento italiano al Regolamento (UE) 858/2022 (il c.d. “*DLT pilot regime*”), introducendo le prime ed essenziali norme per consentire ai gestori delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di mercato (i.e., depositari centrali di titoli e

⁴⁹ Si pensi, in particolare, a tutte quelle norme del Provvedimento relative agli strumenti di capitale che oggi si riferiscono solo agli «emittenti di azioni» e alle «azioni».

controparti centrali) di convertire le tecnologie utilizzate nei mercati e nelle relative infrastrutture dirigersi verso sistemi e strutture basati – anche – sulla *Distributed Ledger Technology*.

Il Regolamento “*pilot regime*” e il correlato D.L. 25/2023 hanno anche ampliato la nozione di «strumento finanziario» conosciuta dalla MiFID II e dal TUF: agli strumenti finanziari “tradizionali” vengono oggi equiparati anche gli strumenti «emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

La Legge 10 maggio 2023, n. 52, di conversione del D.L. 25/2023 all’art. 28, comma 2, ha aggiunto la lett. a-*bis*) con cui alla Consob viene conferito, tra gli altri, il potere di «includere [con apposito regolamento] nell’ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto [...] le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile».

Laddove la Consob esercitasse detto potere, estendendo l’ambito di applicazione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l.: (i) iscritte su un «registro per la circolazione digitale»⁵⁰; e (ii) ammesse alle negoziazioni su un MTF DLT⁵¹; queste ultime ricadrebbero pienamente nell’ambito della definizione di «strumenti finanziari digitali»⁵².

Derogando, *inter alia*, ai divieti di cui all’art. 2468, comma 1, c.c., ciò produce l’ulteriore conseguenza che le quote di S.r.l. incluse in un «registro per la circolazione digitale» e negoziate su un “MTF DLT” sarebbero sì «strumenti finanziari digitali», ma acquisirebbero contemporaneamente anche il carattere (formale e sostanziale) della *negoziabilità* tipica dei «valori mobiliari».

⁵⁰ Regolato dall’art. 4 D.L. 25/2023.

⁵¹ Ossia la sede appositamente introdotta dal D.L. 25/2023 per la negoziazione degli “*strumenti finanziari digitali*”. Il D.L. 25/2023 rinvia, peraltro, alla definizione adottata dall’art. 1, par. 1, n. 6, Regolamento (UE) 858/2022, secondo cui gli MTF DLT sono “*sistem[i] multilateral[i] di negoziazione che ammett[ono] alla negoziazione solo strumenti finanziari DTL*”; dal che si deduce che sistemi possono ammettere esclusivamente “*strumenti finanziari digitali*”.

⁵² Definizione che richiama – in modo a dir poco marcato – la definizione di “*strumento finanziario*”, per dir così, *tradizionale*.

Peraltro, la disapplicazione del divieto *ex art.* 2468 c.c. sembrerebbe in questo caso totale e non, come nel caso dell'art. 26 D.L. 179/2012, limitata ai soli casi previsti dalla legge.

In altri termini, le quote di S.r.l. che ricadranno nella definizione di «strumenti finanziari digitali» ai sensi del D.L. 25/2023 potrebbero ricadere *anche* nella categoria dei «valori mobiliari» e *divenire*, per questa via, strumenti finanziari anche *tradizionali*.

Ciò avrebbe conseguenze indubbiamente significative in termini di disciplina settoriale applicabile⁵³.

E, tuttavia, l'estensione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. *tokenizzate* potrebbe rivelarsi non del tutto compatibile con le sovraordinate norme europee.

L'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* stabilisce, infatti, che «gli strumenti finanziari DLT sono ammessi alla negoziazione su un'infrastruttura di mercato DLT o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT soltanto se, al momento dell'ammissione alla negoziazione o della registrazione in un registro distribuito» ricadono in una delle tre fattispecie espressamente elencate dalla norma.

Tra dette fattispecie, l'art. 3 del Regolamento contempla soltanto gli emittenti di «azioni» con una capitalizzazione provvisoria inferiore a 500 milioni di euro.

Per «infrastruttura di mercato DLT», il Regolamento *DLT pilot regime* intende un «sistema multilaterale di negoziazione DLT, sistema di regolamento DLT o [un] sistema di negoziazione e regolamento DLT».

In altri termini, un MTF DLT, un depositario o una controparte centrale «semplice» (cioè ciascuno autorizzato a esercitare ognuna di

⁵³ Solo per citare la conseguenza più immediata ed evidente, la prestazione di servizi di intermediazione o la prestazione di consulenza relativamente a dette quote rientrerebbe pienamente nella definizione di «servizi e attività di investimento» di cui all'art. 1, comma 5, TUF. Perciò, troverebbero applicazione: (i) la riserva di attività di cui all'art. 18 TUF (potendo, perciò, essere legittimamente prestate solo da imprese di investimento appositamente autorizzate); e (ii) la disciplina di protezione dell'investitore data dall'art. 21 TUF e dalle relative norme di attuazione del Regolamento Intermediari. Troverebbe applicazione, inoltre, la disciplina dell'offerta al pubblico di valori mobiliari e, dunque, alle quote dematerializzate potrebbe applicarsi anche la disciplina del «prospetto europeo» di cui al Regolamento (UE) 1129/2017 e non più quella del «prospetto nazionale» previsto ormai dal TUF per i soli prodotti finanziari.

queste attività e componenti un sistema che realizza il regolamento delle operazioni in strumenti finanziari DLT), un MTF DLT autorizzato *anche* all'attività di depositario centrale (si intende, di strumenti *tokenizzati*) o di controparte centrale, o ancora un depositario centrale di strumenti *tokenizzati* o una controparte centrale autorizzati a gestire *anche* un MTF DLT⁵⁴.

Perciò, ad una primissima interpretazione si potrebbe dedurre che l'estensione del Regolamento *DLT pilot regime* alle quote di S.r.l. per opera del – futuro – regolamento *estensivo* della Consob ai sensi dell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 non potrebbe consentire la loro ammissione alla negoziazione in un MTF DLT.

Difatti, la dizione dell'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* sembra – inusualmente – precisa e circoscritta: se il legislatore europeo ha indicato nell'elenco dell'art. 3 le «azioni» (e non, come in altri casi nella normativa settoriale europea, le «azioni o loro equivalenti»), se ne dovrebbe concludere *a contrario*, che gli *strumenti* di partecipazione al capitale diversi dalle azioni, pur se *tokenizzati*, non potrebbero essere registrati e ammessi alle negoziazioni sugli MTF DLT di futura costituzione.

Astrattamente, sembrerebbe militare in tal senso anche l'art. 2 del D.L. 25/2023 che, tra gli *strumenti* compresi nell'ambito di applicazione del D.L. 25/2023, indica solamente «le azioni di cui al libro quinto, titolo V, capo V, sezione V del codice civile» (in altre parole, le azioni emesse dalle S.p.A.) e al comma 2 ribadisce, poi, che «resta fermo quanto stabilito dall'articolo 3 del [Regolamento *DLT pilot regime*]».

Residuerrebbe uno spazio molto limitato per argomentare che le quote di S.r.l. *tokenizzate* potranno essere registrate e negoziate presso le future infrastrutture di mercato DLT.

E, tuttavia, così interpretando, l'estensione delle norme sulla *tokenizzazione* alle quote di S.r.l. non risulterebbe in linea con gran parte dei precedenti (sebbene recenti) interventi del legislatore nazionale.

⁵⁴ Peraltro, mette conto notare che queste due attività nella disciplina mobiliare *tradizionale* non possono essere cumulate in capo al medesimo soggetto.

In primo luogo, lo stesso elenco dell'art. 2 D.L. 25/2023 è in apparenza più ampio di quello offerto dall'art. 3, par. 1, del Regolamento *DLT pilot regime*⁵⁵.

La ristrettezza del concetto di «azione» espressa, poi, dall'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* è tale da escludere fenomeni partecipativi analoghi alla partecipazione azionaria, da cui sono distinti solo per non essere rappresentati da titoli di credito.

L'eccessiva determinatezza del Regolamento *DLT pilot regime* e l'assenza delle motivazioni di una tale scelta tra i Considerando al Regolamento inducono a ritenere che indicare le sole azioni nell'art. 3, par. 1, sia una scelta caratterizzata da un eccessivo formalismo e rappresenta, peraltro, una scelta del tutto in controtendenza rispetto alla disciplina del mercato mobiliare *tradizionale*.

In questo senso, è lampante la diversa ampiezza tra la nozione di «azione» di cui all'art. 3, par. 1, del Regolamento *DLT pilot regime* e la definizione di «valore mobiliare» adottata – oggi – dalla MiFID II, quest'ultima concepita per rispondere a due finalità: consentire un accesso al mercato a un novero ampio di soggetti a prescindere, per quanto possibile, dalle specifiche *peculiarità* delle diverse discipline societarie nazionali e attrarre queste ultime nell'ambito della vigilanza delle autorità competenti a tutela agli investitori e del buon funzionamento dei mercati⁵⁶. Finalità che, invece, non si vedono fedelmente riprodotte anche nel Regolamento *DLT pilot regime* e nel corrispondente D.L. 25/2023.

Alla luce di ciò, si comprenderebbe molto poco il senso della scelta compiuta dal legislatore italiano di estendere le norme sulla *tokenizzazione* a uno strumento, qual è la quota – sia pure *tokenizzata* – nonostante questa fosse apparentemente esclusa dall'elenco di cui all'art. 3, par. 1, Regolamento *DLT pilot regime* e, dunque, non negoziabile.

Per quale ragione, infatti, il Dipartimento del Tesoro presso il MEF dovrebbe *tokenizzare* i Buoni del Tesoro sapendo che non potrebbe negoziarli sugli MTF DLT? Allo stesso modo, per quale ragione una banca dovrebbe *tokenizzare* le proprie ricevute di deposito sapendo di

⁵⁵ Le fattispecie individuate dall'art. 2 del D.L. 25/2023 in aggiunta a quelle individuate dall'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* sembrano ricadere, infatti, nell'ampia categoria dei “titoli di debito” equivalenti alle obbligazioni.

⁵⁶ Cfr. sul punto, R. LENER, E. GABRIELLI, *op. cit.*, 15-26.

non poterle registrare e vendere sulle apposite infrastrutture di mercato DLT?

Perciò, per quale ragione una S.r.l. dovrebbe decidere di *tokenizzare* le proprie quote se non in funzione di una apertura del proprio capitale a nuovi investitori reperiti sul “mercato DLT” allo stesso modo di quel che avverrà per le società che emettono azioni *tokenizzate*?

La scelta del legislatore nazionale, peraltro compiuta in fase di conversione del decreto, di estendere (sia pure eventualmente e con successivo regolamento della Consob) il D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. *tokenizzate* sarebbe del tutto incomprensibile in punto di politica economica (oltre che legislativa).

Così interpretando, l'eventuale decisione di una S.r.l. di *tokenizzare* le proprie quote, non essendo funzionale alla loro negoziazione sulle infrastrutture di mercato DLT, sarebbe privata di ogni *senso economico*.

Adottando questa interpretazione, la *tokenizzazione* delle quote si ridurrebbe a un nuovo *metodo* di trasferimento e registrazione delle quote, sostitutivo dei regimi *tradizionali*, con l'ulteriore effetto di reintrodurre – a mezzo del registro per la circolazione digitale di cui all'art. 4 D.L. 25/2023 – un surrogato dell'ormai abrogato libro soci.

In sintesi, se così dovesse essere interpretato, non si vedrebbe l'utilità di un simile intervento normativo.

Una interpretazione sistematica dell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 e dell'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* sembra perciò imporsi.

Il legislatore nazionale sembra, infatti, aver lasciato un tenue spiraglio all'accesso delle quote di S.r.l. *tokenizzate* alle infrastrutture di mercato DLT e, dunque, alla loro negoziabilità sugli MTF DLT consentendo alla Consob, nell'esercizio della propria delega regolamentare, di introdurre norme derogatorie *anche* all'art. 2468 c.c. e, dunque, al divieto di offerta al pubblico e, soprattutto, di emissione azionaria.

La deroga all'art. 2468 c.c. potrebbe essere perciò interpretata come una espressa (oltre che necessaria) legittimazione delle S.r.l. a emettere azioni eccezionalmente concessa dalle norme della Consob se ed in quanto dette quote siano destinate alla *tokenizzazione*.

Certo, è singolare come il Parlamento, quale organo politico, abbia deciso di *abdicare* alle proprie facoltà spogliandosi della decisione in

ordine alla concreta negoziabilità delle quote *tokenizzate* sugli MTF DLT.

Non solo la legge ha rimesso la disciplina a una normativa di rango inferiore al codice civile, ma l'ha sorprendentemente rimessa a un'autorità sprovvista di potere politico qual è la Consob.

La Consob dovrà, perciò, esercitare la propria delega regolamentare compatibilmente con le norme dell'art. 3 del Regolamento *DLT pilot regime* e, dunque, disciplinando la quota *tokenizzata* in modo da ricalcare l'azione *tradizionale*.

Perciò, la deroga *regolamentare* all'art. 2468 c.c. non potrà essere limitata soltanto a una – generica – disapplicazione del divieto di offerta al pubblico di prodotti finanziari (come in effetti già avviene per le quote di S.r.l. offerte sui portali di *crowdfunding*), ma dovrà consentire (se non addirittura imporre) alle S.r.l. emittenti di strutturare le proprie quote *come se* fossero azioni⁵⁷.

⁵⁷ Per un'opinione contraria a queste iniziali conclusioni, si v. M. ONZA, *La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, in *Atti del XV Convegno Associativo dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale*, 15 ss., in corso di pubblicazione. L'A., in particolare, sottolinea che la disapplicazione del divieto di emissione azionaria alle S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* “*non appare giuridicamente co-essenziale al regime di emissione e di circolazione ‘in forma digitale’*”; Tuttavia, a opinione di chi scrive, se è vero (come è vero) che la disapplicazione dell'art. 2468 c.c. non è di per sé necessaria ai fini della sola *emissione* e *circolazione* della quota in forma digitale, questa è quanto più indispensabile ai fini del rispetto ai limiti della negoziabilità sulle *infrastrutture di mercato DLT*. È astrattamente possibile scrivere un *software* che consenta una gestione il più possibile conforme della quota *tokenizzata* e che ricavi, dalla somma dei *token* – interi o loro frazioni – rappresentativi in cui il sistema suddivide le quote, la quota di partecipazione complessivamente detenuta da un soggetto così da garantire il massimo rispetto del principio di unicità e di diversità che governa la quota medesima ai sensi dell'art. 2468 c.c. E tuttavia, un sistema del genere inevitabilmente pregiudicherebbe la loro negoziabilità in quanto non sarebbero rispettati gli impliciti limiti all'ammissione degli strumenti stabiliti dall'art. 3, par. 1, del Regolamento *DLT pilot regime*. Ciò avrebbe la conseguenza che l'intervento del legislatore nazionale ridurrebbe la propria portata alla creazione di un – ennesimo – metodo alternativo utile alla sola tenuta delle registrazioni delle quote, senza che ciò si traduca in un effettivo beneficio economico per le società emittenti. Per contro, la disapplicazione dell'art. 2468 c.c. disposta dall'art. 28, comma 2, lett. a-*bis*), D.L. 25/2023, visti anche i precedenti interventi del legislatore sul punto e il correlato art. 3 della – ormai approvata – Legge “Capitali”, dovrebbe essere letta in un senso maggiormente alle più recenti politiche economico-societarie: l'ordinamento mobiliare (cui fa seguito

Detto altrimenti, è ragionevole concludere che per renderle negoziabili negli MTF DLT, la Consob dovrà imporre alle S.r.l. che emettono quote *tokenizzate* di prevedere che esse rispettino i canoni di cui all'art. 2331 c.c. e, dunque, che esse abbiano «uguale valore e attribuiscono eguali diritti», dovendo essere emesse come partecipazioni suddivise in singole unità predeterminate e indivisibili.

Una operazione certamente non semplice, sia sotto il profilo *politico*, sia sotto il profilo normativo.

E, tuttavia, una scelta di questo tipo, consentendo astrattamente la negoziabilità della quota (anche se sulle sole infrastrutture DLT), collocando la quota – sebbene *tokenizzata* – nella categoria degli «strumenti finanziari digitali», la avvicinerrebbe inevitabilmente anche alla categoria dei «valori mobiliari» (e, dunque, alla categoria degli strumenti finanziari “tradizionali”).

Una scelta che, pur riguardando essenzialmente solo l'ordinamento dei mercati finanziari, potrebbe paradossalmente rendere irreversibile il processo di avvicinamento della S.r.l. alle società azionarie e mettere definitivamente in crisi la distinzione tra i due tipi societari.

8. *Gli scambi di quote tokenizzate*

Di non secondaria importanza, poi, sarà la necessità conciliare il regime dei trasferimenti delle quote *tokenizzate* con le finalità di

l'ordinamento societario) cerca sempre più vistosamente le sedi in cui consentire alle S.r.l. la negoziazione del proprio capitale di rischio. Non si può, perciò, immaginare che l'accesso delle quote di S.r.l. al sistema della dematerializzazione o al sistema della *tokenizzazione* risponda unicamente all'esigenza – peraltro non significativa nel mercato – di consentire a queste (e ai relativi possessori) l'utilizzo di metodi alternativi di registrazione degli strumenti se ciò non si accompagna anche all'esigenza – questa sì manifestata con sempre maggiore urgenza – di creare sedi apposite, da un lato, per la più facile negoziazione e una maggiore raccolta del capitale di rischio e, dall'altro, creare un mercato secondario la cui liquidità renda l'investimento in queste imprese maggiormente attrattivo con la conseguente liquidità dell'investimento e, dunque, con la conseguente possibilità di dimetterlo in tempi rapidi e a costi contenuti. In sintesi, per quanto effettivamente concepibile in principio, un sistema regolamentare per le quote *tokenizzate* che non discosti la quota di partecipazione dal modello codicistico *ex art. 2468 c.c.* e non la trasformi sostanzialmente in una azione, può dimostrarsi di fatto non coerente con i generali obiettivi di policy che hanno mosso il legislatore con riferimento all'accesso al capitale delle piccole e medie imprese in forma di società di capitali.

trasparenza perseguite dal regime di pubblicità dei trasferimenti di cui all'art. 2470 c.c. per le quote *ordinarie*, fatte proprie dalla L. 12 agosto 1993, n. 310⁵⁸ e dalla successiva L. 28 gennaio 2009, n. 2⁵⁹.

Ragionevolmente, oltre disciplina della quota *tokenizzata* e le eventuali divergenze tra questa e la disciplina *civilistica* della quota di partecipazione, la disciplina degli scambi di quote *tokenizzate* occuperà una parte significativa del futuro regolamento *di estensione* del D.L. 25/2023.

Secondo quanto previsto dall'art. 26, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023, l'estensione regolamentare della *tokenizzazione* anche alle quote di S.r.l. avverrebbe in deroga «alle disposizioni vigenti relative al regime di [...] circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli [...] 2470, commi dal primo al terzo, [...] del codice civile», con la conseguenza che gli scambi di quote *tokenizzate* potrebbero essere caratterizzate da una intrinseca opacità.

In effetti, una interpretazione rigidamente letterale della norma porterebbe a concludere che, analogamente alle quote dematerializzate, le quote *tokenizzate*, in quanto soggette al D.L. 25/2023 e al futuro regolamento della Consob, saranno del tutto *sottratte* all'ordinario (o comunque a un equivalente) regime di pubblicità dei trasferimenti in virtù della ulteriore deroga all'art. 2740 c.c.

Tuttavia, una interpretazione maggiormente conforme alle finalità di trasparenza intrinseche al vigente ordinamento delle società di capitali indurrebbe a interpretare l'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 come una – sia pur mal formulata – delega regolamentare alla Consob la cui portata non si limita alla mera *estensione* del D.L. 25/2023 alle quote *tokenizzate* di S.r.l. e che include il correlato potere di disciplinare nel dettaglio quei regimi *derogatori* alla (o, meglio, *sostitutivi* della) ordinaria legge di circolazione della quota di S.r.l.

Ciò senza, però, compromettere il rispetto dei principi fondamentali previsti dalla disciplina societaria ordinaria e di rango primario.

Non sembra si possa spiegare altrimenti l'espressa menzione delle norme codicistiche cui il regolamento della Consob potrà (e, anzi, dovrà) derogare.

⁵⁸ Che per prima ha imposto il penetrante regime di pubblicità dei trasferimenti.

⁵⁹ Che ha disposto l'abrogazione dell'obbligo di tenuta del libro dei soci per le S.r.l.

Sembra perciò concepibile che la Consob, esercitando siffatta delega, sia comunque obbligata ad assicurare che il regime di circolazione delle quote *tokenizzate* debba conciliarsi con le finalità di trasparenza e pubblicità fatte proprie tutt'oggi dal legislatore societario (e, dunque, dall'ordinamento di rango primario).

E, tuttavia, il mancato espresso *ripristino* del libro soci rende particolarmente ardua quest'opera.

Infatti, le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* ai sensi del D.L. 25/2023 (e del futuro regolamento della Consob) continuerebbero, almeno in astratto, a essere esentate da un tale obbligo in forza dell'art. 10, comma 1, D.L. 25/2023, ai sensi del quale «l'emittente assolve agli obblighi di aggiornamento dei libri sociali previsti dal codice civile, ove applicabili, sulla base delle scritturazioni del registro»⁶⁰.

Inoltre, il rinvio contenuto in siffatta norma comporta che l'obbligo di tenuta del libro soci per gli emittenti di strumenti *tokenizzati* sussiste se ed in quanto detto obbligo trovi applicazione ai corrispondenti emittenti di strumenti in forme “tradizionali” in base alle ordinarie norme del codice civile.

Perciò, le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* non sembrano soggette a un siffatto obbligo: il libro soci, come anticipato, non è (più) compreso nell'elenco delle scritture contabili obbligatorie stabilito dall'art. 2478 c.c. per le S.r.l.⁶¹.

Dunque, in mancanza di una espressa previsione di legge, non sembra possibile che la Consob, esercitando la delega contenuta

⁶⁰ Ciò, peraltro, con la conseguenza di mantenere ferme le distanze tra le società azionarie e le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate*. Peraltro, l'assenza di un tale obbligo per le S.r.l. renderebbe di fatto inapplicabile il successivo comma 2 dell'art. 10 D.L. 25/2022, secondo cui «è consentito all'emittente di formare e tenere il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti attraverso il registro per la circolazione digitale, anche in deroga alle modalità di tenuta previste dall'articolo 2215-*bis* del codice civile, fatto salvo quanto disposto dal quinto comma del medesimo articolo». La norma, infatti, contiene un regime di sostanziale favore per gli emittenti di strumenti *tokenizzati*, in quanto semplifica la gestione contabile dell'ente sovrapponendo la scrittura contabile “tradizionale” alle corrispondenti registrazioni formatesi sulla DLT in cui gli strumenti sono stati emessi e scambiati e il cui presupposto applicativo sembra proprio sulla sussistenza di un obbligo alla tenuta del libro dei soci (e degli obbligazionisti).

⁶¹ Peraltro, proprio l'art. 2478 c.c. non viene menzionato tra le norme cui il regolamento previsto dall'art. 26, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 potrà derogare.

nell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023, possa surrettiziamente imporre alle S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* la tenuta del libro soci⁶².

Più generalmente, l'estensione del D.L. 25/2023 alle quote di S.r.l. emesse su una DLT rischia di rendere la circolazione di queste ultime totalmente opaca e, perciò, che l'innovazione legislativa recata dal D.L. 25/2023 comporti una paradossale violazione delle finalità di «trasparenza nella cessione di partecipazioni e nella composizione della base sociale delle società di capitali» fatte proprie dal legislatore sin dalla L. 310/1993 e proseguite con le successive riforme societarie.

Né, invero, sembra possibile attribuire al registro per la circolazione digitale di cui all'art. 4 D.L. 25/2023 la funzione di un surrettizio libro soci.

Ciò sia perché le norme del D.L. 25/2023 non hanno *ri-obbligato* le S.r.l. emittenti quote *tokenizzate* a dotarsi di un libro dei soci, sia in quanto, diversamente dalle S.p.A. emittenti azioni *tokenizzate*, il registro in questione non è comunque espressamente richiamato dall'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023 come *surrogato* del libro soci, sia in quanto le funzioni comunque attribuite al registro per la circolazione digitale dall'art. 4 D.L. 25/2023 non sembrano realizzare appieno le finalità di pubblicità della compagine dei soci e di trasparenza nella progressiva formazione della compagine espresse per le S.r.l. nella L. 310/1993 e nella successiva L. 2/2009, oggi teoricamente ancora vigenti e pienamente applicabili anche alle società emittenti quote *tokenizzate*.

In sintesi, la mancanza dell'obbligo a tenere (o, meglio, il mancato *ripristinato*) del libro soci, l'estensione del D.L. 25/2023 in deroga, *inter alia*, al regime di pubblicità di cui all'art. 2470 c.c. e l'apparente impossibilità per la Consob di imporre la tenuta del registro per via

⁶² A questo proposito, non può non sottolinearsi una significativa differenza tra le norme del D.L. 25/2023 e quelle attualmente contenute nella Legge Capitali. Le quote di S.r.l. che accedono alla dematerializzazione secondo il regime di cui alla Legge Capitali sarebbero nuovamente obbligate, proprio in virtù dell'ammissione alla dematerializzazione, a tenere (recte, *ripristinare*) il libro soci (in deroga, nei fatti, all'abrogazione di tale libro disposta con la L. n. 2/2009). Infatti, la trasparenza e i controlli dei trasferimenti nel sistema della dematerializzazione sono assicurati, come per i "grandi emittenti" (i.e., le società quotate), a monte dal depositario centrale dei titoli e, a valle, dall'intermediario presso cui i titoli sono subdepositati. Perciò, l'art. 3 della Legge Capitali ha il potenziale effetto di avvicinare ulteriormente la S.r.l. (quale emittente di quote dematerializzate) alle società azionarie.

regolamentare (in quanto ciò sembra in contrasto con l'art. 10, comma 1, D.L. 25/2023) rischiano di provocare pericolose antinomie tra le future norme regolamentari sulle quote *tokenizzate* e i principi dell'ordinamento societario vigente.

Ciononostante, sembra residuare un'ultima possibilità: con il regolamento previsto dall'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023, la Consob potrebbe imporre norme che derogano ai soli obblighi di forma (ma non a quelli di pubblicità) di cui al vigente art. 2470 c.c., imponendo alle S.r.l. emittenti di quote *tokenizzate* di adottare sistemi idonei ad assicurare un costante (o quantomeno tempestivo) flusso di informazioni con il competente ufficio del Registro delle Imprese.

Ciò al fine di dotarsi di un regime informativo equivalente agli ordinari oneri di pubblicità della cessione *ex art.* 2470 c.c. e, così, consentire al Registro delle Imprese di continuare a garantire trasparenza e tracciabilità dei trasferimenti e della progressiva formazione della compagine sociale con efficacia pari a quella garantita dalle forme ordinarie di cui all'art. 2470 c.c.

9. La prospettiva di un "mercato dei capitali" delle S.r.l.

Da tempo, e non più solo a livello nazionale, si lamenta la eccessivamente ridotta rilevanza del mercato dei capitali domestico rispetto ad altri contesti internazionali (su tutti, quello statunitense).

Si è evidenziata, in particolare, la maggior convenienza per le piccole e medie imprese fare ricorso al mercato del capitale di rischio e di debito, sia in termini di costi per le imprese che di efficienza per il sistema produttivo in sé⁶³.

Sino al 2008 il problema del sottofinanziamento (e della sottocapitalizzazione) delle imprese affliggeva le PMI a spiccata vocazione innovativa (quelle che saranno poi note all'ordinamento italiano come *start-up* innovative ai sensi del D.L. 179/2012)⁶⁴ in un

⁶³ V. L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.*; E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative*, in *Studi e Note di Economia*, n. 1, 2008, 101-130; BCE, *Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*, in *Occasional Paper Series*, n. 270, 2021.

⁶⁴ L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.* ed E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *op. cit.*

contesto legale che non favoriva l'apertura al mercato, oggi il problema sembra essersi esteso anche al resto delle imprese (ossia, quelle di meno o per nulla innovative).

Negli ultimi anni si è infatti rilevato a livello europeo che le imprese, pur raggiungendo una dimensione adeguata, generalmente tendono a non volersi aprire al mercato dei capitali, mentre quelle che si sono aperte al mercato tendono, invece, ad uscirne⁶⁵.

In tale contesto la Commissione Europea, dopo l'esperienza dell'Unione Bancaria, ha avviato nel 2015 la parallela iniziativa dell'Unione del Mercato dei Capitali (la c.d. “*Capital Markets Union*” o “*CMU*”), nel cui ambito ha preso avvio l'elaborazione dell'*EU Listing Act*, una proposta legislativa dal dichiarato proposito di ridare competitività ai mercati dei capitali dell'UE e arrestare il preoccupante fenomeno di stagnazione delle quotazioni di nuove imprese sui mercati europei.

Ciò anche sulla base dell'evidenza empirica che le PMI aperte al mercato e con un adeguato grado di diversificazione delle fonti di finanziamento conseguissero risultati migliori rispetto alle PMI che accedevano solo ai canali di “finanza esterna”, mentre queste ultime hanno, per converso, difficoltà ad accedere ai finanziamenti esterni (sia esso il canale bancario o comunque alla finanza non reperita sul mercato)⁶⁶.

Con riferimento al sistema imprenditoriale e produttivo italiano, caratterizzato da una centralità della PMI, del finanziamento bancario (oltre che da una tradizionale tendenza delle compagini sociali a preferire il mantenimento del controllo societario, tendenzialmente

⁶⁵ V. lo studio del Parlamento Europeo per l'elaborazione del c.d. *EU Listing Act*, reperibile al seguente link: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI\(2023\)747111_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf) e E. FERNANDEZ, H.J. FRIEDRICH, O. O’GORMAN, G. HUEMER, L. MAZANEC, J. G. NIETO-MÁRQUEZ, L. ÖSTERBERG, L. PLATTNER, M. PLEJIĆ e A. VISMARA, *Empowering EU Capital Markets - Making listing cool again*, Bruxelles, 2021.

⁶⁶ BCE, *op. cit.*, 41-43, in cui si sottolinea inoltre che la larghissima maggioranza delle PMI europee sia restia ad accedere ai mercati per finanziare il proprio capitale di rischio o di debito (solo il 4% del campione considerato emetteva azioni od obbligazioni per reperire il finanziamento dell'impresa), preferendo invece, invece, canali di finanza esterna (bancaria e non) o l'autofinanziamento (incamerando i profitti realizzati nell'esercizio).

familiare), si è evidenziato nel primo decennio del 2000 come le PMI a carattere principalmente innovativo avessero le maggiori ad accedere ai tradizionali canali di finanziamento esterno per l'avvio del progetto (*seed*) e lo sviluppo dell'impresa (*star-up*).

Ciò si riteneva fosse a causa della ridotta dimensione, della *giovane età* del progetto imprenditoriale (la carenza del c.d. "*track record*") e del conseguente aumento nella valutazione di rischio da parte delle banche nella valutazione della provvista da erogare a titolo di finanziamento⁶⁷.

Gli interventi legislativi del 2012-2015 con cui è stato (im-)portato il *crowdfunding* e sono state introdotte norme societarie (derogatorie) e regimi fiscali speciali per le *start-up* innovative hanno rappresentato una prima (e timida) fase di apertura delle piccole S.r.l. al mercato (o, meglio, a un certo pubblico degli investitori).

Tuttavia, considerati l'esiguo numero dei soggetti ad oggi attivi nel mercato delle *start-up* e la (ancora) elevata concentrazione delle compagini sociali nelle *start-up*⁶⁸, la prospettiva del legislatore, quantomeno sul profilo societario e di ordinamento mobiliare è apparsa troppo timida e non sembra oggi più sostenibile alla luce dei mutamenti normativi appena descritti⁶⁹.

In altri termini, se è necessaria l'apertura del capitale delle piccole e medie imprese (innovative o anche *tradizionali*), per attrarre investimenti di operatori specializzati (e, dunque, anche la dimensione degli investimenti e dei conseguenti scambi) è dunque necessario garantire agli operatori l'accesso dell'impresa (dopo un ragionevole

⁶⁷ L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.*

⁶⁸ Al primo trimestre 2023 si è infatti rilevato che il numero medio di soci per ciascuna *start-up* innovativa era pari a 4,8 soci per società. Cfr. la rilevazione statistica trimestrale condotta dal Ministero per le Imprese e il Made In Italy per il I trimestre 2023, reperibile al seguente link: https://www.mimit.gov.it/images/stories/documenti/1_trimestre_2023_1_cruscotto_startup.pdf.

⁶⁹ In particolare, il ricorso al solo meccanismo del *crowdfunding* per le *start-up* innovative e altre PMI non sembra adeguato a favorire quello che, come indicato dalla letteratura economica nazionale precedente agli interventi del D.L. 179/2012, veniva evidenziata come l'esigenza di agevolare la possibilità per gli investitori non solo di investire, ma anche di disinvestire ed uscire dal capitale della società (ossia, vendere la partecipazione giovandosi di una infrastruttura per ciò appositamente creata). Sul punto, v. E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *op. cit.*, 114.

stadio di sviluppo) a un mercato su cui le sue partecipazioni siano continuamente negoziate o comunque sottoscritte più agevolmente e da un pubblico di investitori più largo.

Il solo accesso al sistema del *crowdfunding* non consente, ad oggi, la creazione in Italia di un mercato secondario delle quote di cui gli operatori specializzati (e gli investitori *retail*) possano avvalersi per compiere (quantomeno più agevolmente) l'eventuale disinvestimento e realizzare il valore della quota.

Ciò anche a causa della ridotta dimensione⁷⁰, della tipologia di investimenti che si realizza su tali sistemi (che sembrano concepiti per operazioni di raccolta rivolte a un mercato essenzialmente primario⁷¹) e dell'insuccesso cui è andato incontro il regime della

⁷⁰ Si consideri, infatti, che le piattaforme di *crowdfunding* italiane, nel 2020, hanno generato una raccolta per complessivi 1,86 miliardi di euro con una crescita di circa 310 milioni di euro rispetto al 2019 (v. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, T. ZIEGLER, R. SHNEOR e K. WENZLAFF (a cura di), Cambridge, 2021, 27, reperibile al seguente link: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>), mentre nel solo bimestre gennaio-febbraio 2023 il MTF e mercato di crescita per le PMI di Borsa Italiana, Euronext Growth Milan (già AIM Italia) aveva generato scambi per un valore pari a 522,274 milioni di euro (v. EURONEXT MILAN, *Euronext Growth Milan Statistics, February 2023*, reperibile al seguente link: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/euronext-growth-milan/2023/egm202302_pdf.htm) e che al 30 settembre 2022 lo stesso mercato vantava una capitalizzazione di 9,894 miliardi di euro (cfr. EURONEXT MILAN, *Domestic Companies Capitalisation on 30.09.2022*, reperibile al seguente link: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2022/202209/capitalizzazioneesettoriale_pdf.htm).

⁷¹ Come noto, infatti, le piattaforme di *crowdfunding* svolgono un servizio che, a questi fini, tende ad assumere i connotati del collocamento di strumenti finanziari senza assunzione a fermo. Più precisamente, la disciplina del *crowdfunding* tende a porsi al di fuori dell'ordinaria disciplina settoriale finanziaria – in particolare quella dell'intermediazione – in quanto il portale di raccolta si limita a *promuovere* l'investimento (*recte*, lo «strumento finanziario» di capitale) con un'apposita *inserzione* pubblicata dal gestore sul sito *internet* del portale, senza tuttavia *collocare* la partecipazione presso l'investitore che manifesta interesse per il medesimo progetto imprenditoriale. Il gestore del portale si limita, infatti, unicamente a mettere in contatto le parti non ha alcun ruolo nella successiva conclusione dell'accordo e nella sottoscrizione della partecipazione (che avviene per mezzo di un soggetto autorizzato alla prestazione dei servizi di investimento).

dematerializzazione “*impropria*” delle quote *ex art. 100-ter* TUF (la c.d. “dematerializzazione *intermediata*” di cui si è detto)⁷².

Astrattamente la figura “intermedia” dei mercati di crescita per le PMI introdotta dall’art. 33 della MiFID II⁷³ andava nella direzione di raccordare il livello *inferiore* della gerarchia di finanziamento del capitale di nuove imprese (investitori informali, *business angels* e *crowdfunding*⁷⁴) con il livello superiore (raccolte presso il pubblico degli investitori in sistemi multilaterali e, all’apice, i mercati regolamentati).

Tuttavia, il legislatore italiano non ha completato l’opera di «sviluppo del mercato del capitale di rischio per le PMI» e rimosso effettivamente tutti «gli ostacoli di natura fiscale e legale»⁷⁵ che tutt’oggi impediscono alle imprese che adottano la forma di S.r.l. di accedere proprio ai livelli superiori del mercato dei capitali⁷⁶.

Non aver rimosso il divieto di cui all’art. 2468 c.c., non aver consentito alle S.r.l. di emettere partecipazioni con le caratteristiche degli «strumenti finanziari» (e, dunque, di accedere così alle sedi di negoziazione specifiche per le PMI) o, comunque, non aver incentivato

⁷² Peraltro, ciò appare ancor meno opportuno oggi alla luce di quanto evidenziato dal primo periodo di cui al Considerando n. 13 del Regolamento n. 1503/2020, secondo cui «per il crowdfunding basato sull’investimento la trasferibilità costituisce un’importante garanzia per gli investitori di poter uscire dall’investimento poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati dei capitali».

⁷³ Successivamente recepito nel 2018 dall’ordinamento italiano con l’introduzione del nuovo art. 69 TUF e applicato per la prima volta con il riconoscimento di tale qualifica all’AIM Italia (oggi noto come Euronext Growth Milan), MTF istituito e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (oggi nota anche con il nome commerciale di Euronext Milan).

⁷⁴ Cfr. la gerarchia delle fonti di finanziamento elaborata da L. CANOVI, A. G. GRASSO e V. VENTURELLI, *op. cit.*, 317.

⁷⁵ Cfr. E. GUALANDRI e P. SCHWIZER, *op. cit.*, 114.

⁷⁶ L’accesso a tali mercati, infatti, può essere garantito a tutte quelle piccole e medie imprese che emettono “strumenti finanziari” e sembra oggi poco ragionevole escludere anche le S.r.l. che emettono quote sempre più vicini a lambire la categoria dei valori mobiliari. Possibilità, peraltro, ammessa anche da A. DENTAMARO, *op. cit.* e da E. CUSA, *op. cit.*, sia pure in base a un contesto legale differente. Ciò senza poi trascurare i già citati problemi che affliggono la struttura in sé della S.r.l. con riferimento al principio di unità della partecipazione che impedisce di congegnare efficacemente strumenti con premialità per amministratori o investitori “a lungo termine” senza dover *togliere peso* ai (o, meglio, senza dover *sottrarre*) diritti agli altri componenti della compagine sociale.

quantomeno le trasformazioni delle S.r.l. in S.p.A. al raggiungimento di *dimensioni critiche* ha lasciato l'ordinamento – o, meglio, il *sistema* – delle S.r.l. “aperte” (e il relativo mercato del capitale) incompleto.

Perciò, per favorire l'apertura delle S.r.l. al mercato consentendo una diminuzione nel costo di finanziamento dell'impresa, da un lato, e aumentare la dimensione del mercato dei capitali nazionale, dall'altro, sembra ormai necessario ravvicinare la struttura del capitale tra i due tipi di società capitalistica, azionaria e per quote.

L'introduzione della *tokenizzazione* e della dematerializzazione delle quote è certamente un primo passo che consentirebbe alle *start-up* innovative, alle PMI e alle relative compagini sociali di adottare prospettive di più lungo periodo e far sì (almeno astrattamente) che il mercato dei capitali italiano possa posa crescere per soggetti partecipanti oltre che per volume e valore degli scambi. Ma ciò non sembra, ad oggi, sufficiente⁷⁷.

La S.r.l. “aperta” dovrebbe diventare una società che consenta a coloro che vi ricorrano di crescere sul mercato e di reperirvi i mezzi per il finanziamento delle proprie attività e il progressivo sviluppo dell'impresa, consentendo una raccolta sempre più ampia e l'accesso a infrastrutture sempre più adeguate in funzione della crescita dimensionale dell'impresa esercitata.

Il legislatore, perciò, dovrebbe adeguare la disciplina della S.r.l. alla funzione che oggi questo tipo societario ha assunto in concreto, in modo che possa generalmente offrire una certezza di rapporti (anche grazie a una più rigida standardizzazione della partecipazione), una varietà di strumenti partecipativi e accedere a canali di finanziamento simili, se non uguali, a quelli che potrebbe emettere o cui potrebbe accedere rispettivamente una S.p.A., pur se piccola.

⁷⁷ Si noti che lo stesso Amministratore Delegato di Euronext Securities (nome commerciale sotto cui opera Monte Titoli S.p.A. dopo l'acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext N.V.) ha esplicitamente dichiarato che la dematerializzazione delle quote di S.r.l. renderà possibile la creazione di un MTF specializzato nella negoziazione di quote di partecipazione. Il che, perciò, indurrebbe a concludere che la stessa Borsa Italiana avrebbe ormai preso atto della possibilità che le quote di S.r.l. possano rientrare nella categoria degli *strumenti finanziari*. Cfr. L. INCORVATI, *Pmi & Capitali Più trasparenza negli scambi tra privati*, il Sole 24 Ore, 11 novembre 2023.

10. Riflessioni sulle conseguenze dei recenti interventi legislativi

Alla luce delle recentissime evoluzioni legislative, sembra sempre meno sostenibile il mantenimento del divieto di cui all'art. 2468, comma 1, c.c.

La creazione di infrastrutture di mercato e di apposite sedi di negoziazione (o loro segmenti) comporterà l'inclusione delle quote di S.r.l. (quantomeno quelle *tokenizzate* o dematerializzate) nella categoria dei *valori mobiliari*, aprendo loro la strada quantomeno ai «mercati di crescita per le PMI».

Appare, perciò, vicino il momento in cui si realizza il contatto tra la S.r.l. “aperta” e la S.p.A. (o, meglio, tra la quota *standardizzata* e le azioni ordinarie).

Il divieto di emissione di azioni e di offerta al pubblico di cui all'art. 2468 c.c. non sembra più giustificato dalla realtà economica contemporanea, in quanto il suo significato sistematico e tipologico (cioè, il divieto «di standardizzazione» o, comunque, di «ricorso al mercato»)⁷⁸, già in via di superamento a causa degli interventi legislativi dell'ultimo decennio, sembra oggi definitivamente superato con l'approvazione dell'art. 3 della Legge Capitali e dell'art. 28, comma 2, lett. *a-bis*), D.L. 25/2023.

Peraltro, nonostante la sempre maggiore disapplicazione, la permanenza del divieto generale di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. nell'ordinamento impedisce il completamento del ciclo (o, meglio, del percorso) di finanziamento del capitale delle *start-up* innovative delle PMI costituite in forma di S.r.l. almeno quando superino i limiti dimensionali per essere classificate come tali.

Ancora oggi non esiste alcun collegamento tra il livello “inferiore” di finanziamento del capitale (ossia il mercato *informale* e il *crowdfunding*) e i livelli “superiori” del mercato dei capitali (ossia il mercato c.d. “formale” rappresentato dalle «sedi di negoziazione»).

Questi due livelli, infatti, non *comunicano* tra di loro proprio a causa della mancata conformazione della quota ai caratteri del «valore mobiliare».

Se è vero, poi, che le S.r.l. possono sempre trasformarsi in S.p.A. per ovviare alla mancanza, è anche vero che la decisione di trasformare la

⁷⁸ Cfr. N. DE LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità*, cit., 908 ss.

società verso altri tipi rimette in discussione gli equilibri interni tra i soci e il conseguente sistema di governo societario.

Infatti, anche se astrattamente sempre possibile, la trasformazione comporta un mutamento nelle condizioni essenziali dell'investimento capace di indurre i soci a preferire la stabilità degli equilibri interni rispetto alla possibilità di evolversi in complessi produttivi di maggiore rilevanza economica⁷⁹.

Perciò, non sembra sostenibile l'argomentazione secondo cui la scelta di costituire e mantenere la *start-up* o la PMI in forma di S.r.l. (e, dunque, la scelta di strutturarsi con un capitale tendenzialmente chiuso) sia del tutto libera o consapevole (o, comunque, *deliberata*) se le disposizioni che regolano queste particolari categorie di impresa non incentivano i soci a trasformare la propria società e tendono, peraltro, ad essere pensate avendo come riferimento il solo modello della S.r.l.

Una siffatta argomentazione sembra, infatti, sostenibile solo avendo a riferimento la S.r.l. non-piccola. E, tuttavia, non si spiega in tal caso quali siano le possibili ragioni che il legislatore può utilizzare per giustificare la perdurante chiusura del loro capitale, quando poi consente l'accesso al pubblico risparmio a società del medesimo tipo e con un profilo di *rischio* ben più elevato.

Come, poi, si accennava, è necessario considerare gli effetti “ultra-regolamentari” di questi recenti interventi.

Quando il legislatore consente alle S.r.l. l'accesso alle le infrastrutture dei mercati *formali*, siano esse le infrastrutture *tradizionali* della gestione accentrata o le infrastrutture DLT, induce, pur non sapendo (o non volendolo), un mutamento nella struttura del rapporto partecipativo del socio alla S.r.l. e, di riflesso, la struttura organizzativa della stessa società.

La struttura dei sistemi di amministrazione e controllo della società di capitali sembra correlata alla standardizzazione del rapporto partecipativo: la sua rigidità aumenta all'aumentare del grado di apertura – sia pure solo potenziale – del suo capitale.

Perciò, dovrebbe essere ripristinato quel necessario equilibrio tra grado di apertura del capitale e grado di rigidità della struttura

⁷⁹ Ciò, peraltro, trascurando le non indifferenti difficoltà, giuridiche oltre che pratiche, nell'attribuire un *valore* o, comunque, nel *tradurre* gli eventuali diritti particolari dei soci di S.r.l. o il *contenuto* delle singole categorie di quote speciali nel rapporto di cambio con le azioni ordinarie in sede di trasformazione.

organizzativa interna. Equilibrio che può ripristinare tanto il legislatore quanto il mercato.

Non sembra infatti ulteriormente differibile un'organica riforma del tipo societario che, riportando nel codice le norme di diritto speciale sulla S.r.l., abbandoni quei limiti imposti nel passato per rispondere a un contesto economico-finanziario diverso rispetto al contesto economico (e, nondimeno, tecnologico) contemporaneo e introduca, perciò, quelle tutele organizzative minime di cui necessiteranno i soci-investitori della S.r.l. aperta.

L'accesso alle infrastrutture di mercato e alle successive negoziazioni sembra poi imporre al legislatore di riconsiderare il proprio ruolo, almeno nel caso della S.r.l., dovendo decidere se mantenere un ordinamento delle società di capitali basato sulla dicotomia tra S.p.A. (aperte e chiuse) e S.r.l. (chiuse e aperte) o abbandonare questo modello in favore di un unico tipo di società di capitali la cui struttura interna vada graduandosi in funzione dell'apertura del capitale e delle dimensioni patrimoniali.

Il legislatore dovrà scegliere l'ordinamento delle società di capitali dovrà mantenere la struttura attuale nonostante il completo annullamento della differenza sistematica dei tipi o se riportarlo alla distinzione otto-novecentesca tra società anonima azionaria e società anonima per quote, adottando per quest'ultima, però, una distinta struttura organizzativa (e così avvicinando il nostro sistema societario al sistema societario anglosassone)

Parallelamente, il legislatore dovrà anche confermare se mantenere l'approccio *tradizionale*, irrigidendo dunque la struttura interna della S.r.l. aperta rispetto a quella chiusa o se mantenere un modello caratterizzato da una scarna disciplina inderogabile, lasciando poi ai regolamenti dei mercati (e, dunque, ai gestori delle sedi di negoziazione) il compito di individuare la struttura partecipativa e organizzativa della S.r.l. "aperta" più adeguata per assicurare la stabilità e il buon funzionamento del mercato (e, dunque, di individuare il giusto compromesso la crescita degli emittenti e la tutela dei soci-investitori).

Scelte che, tuttavia, lasciano irrisolta una questione rimasta sinora sullo sfondo.

Chiarito che lo scopo dichiarato del legislatore contemporaneo è quello di favorire una sempre maggiore apertura delle S.r.l., nelle norme

vigenti non si scorge quale sia secondo legislatore il ruolo che il tipo societario ricopre oggi nel sistema produttivo del Paese.

Per citare un'antica critica a chi osteggiava l'introduzione della S.r.l. come nuovo tipo societario nel precedente codice di commercio: «ogni forma di società deve avere una funzione economica propria e un ambito di applicazione proprio; se la società [...] dovesse costituire una variazione dell'una o dell'altra forma di società esistenti, sarebbe condannata sul nascere; al contrario, essa deve avere nel campo economico una funzione propria che le altre forme di società non possono compiere o possono compiere male. L'introduzione della società non è l'invenzione arbitraria di alcun legislatore, non è il frutto di un gioco di combinazioni di astratti elementi giuridici, ma è il frutto di una reale tendenza dell'economia moderna dall'intensificarsi del movimento associativo e dal crescente imporsi del principio di limitazione della responsabilità. Dalla constatazione di queste sostanziali ragioni economiche derivano le norme regolatrici della società»⁸⁰.

Se è vero che nemmeno il legislatore del 1942 prese una precisa posizione sul ruolo che la S.r.l. ricopriva nel nostro sistema produttivo, è anche vero che un ruolo (quello, cioè, della società di capitali “per la piccola impresa”) le fu certamente assegnato dalla dottrina immediatamente successiva proprio a causa della strutturale chiusura del capitale datale dall'art. 2472 c.c. (trasposto poi nell'art. 2468 c.c.).

La stratificazione delle riforme adottate negli ultimi dodici anni pone, tuttavia, una questione di coerenza sistematica della S.r.l. nell'ambito della disciplina delle società di capitali in generale.

Non si distingue più il ruolo della S.r.l., se essa sia la società pensata “per la piccola impresa”, “per la nuova impresa” o “per l'innovazione” ovvero se per ognuna di queste finalità.

Il legislatore del 2012 e ancor più il legislatore del 2017, del 2023 e del 2024 ha dato l'impressione di essere quantomeno indeciso, se non del tutto inconsapevole di quali siano gli effetti alteranti che i suoi interventi hanno prodotto sulla struttura della S.r.l. e sul rapporto partecipativo che lega i soci a quest'ultima.

⁸⁰ V. A. ASQUINI, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio*, Milano, 1922, 307 ss.

Di fatto, il legislatore non sembra si avveda (o si voglia avvedere) di quale sia la «tendenza dell'economia» contemporanea e, dunque, non decide o non si ritiene in condizione di decidere quali tendenza assecondare e quale contrastare.

Perciò, il legislatore continua a non decidere verso quale struttura giudica il sistema produttivo, in gran parte composto da imprese nascenti e PMI, debba tendere per rispondere al meglio sia agli interessi dell'economia nazionale, sia agli a quello di cui sono portatori i singoli privati (e, dunque, dell'impresa e dei relativi investitori).

La – forse inevitabile⁸¹ – formazione di un mercato regolamentato o MTF specializzato in quote di S.r.l. potrebbe indurre il legislatore a

⁸¹ Tuttavia, P. SPOLAORE, *La partecipazione in S.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2024, 175–197 si mostra contrario (o comunque scettico) in ordine alla astratta possibilità che le S.r.l. accedano alle sedi di negoziazione vere e proprie (per es., a un «mercato di crescita per le PMI»). In particolare, l'A., temendo l'abrogazione implicita dell'art. 2468, comma 1, c.c. per opera dell'estensione delle raccolte di *crowdfunding* a tutte le S.r.l. (e che la medesima abrogazione possa essere costituzionalmente illegittima), propone una interpretazione *conservativa* del divieto ed evidenziare che la possibilità per le S.r.l. di accedere a una «sede di negoziazione» riconosciuta come «mercato di crescita» non sarebbe dimostrata quantomeno per una assenza di «esperienza pratica» e, comunque, comporterebbe un rischio di confusione per gli investitori a causa della commistione sullo stesso mercato tra strumenti finanziari di diversa natura. La tesi dell'A., tuttavia, non convince. Non sembra ipotizzabile una – sia pur potenziale e costituzionalmente illegittima – abrogazione implicita dell'art. 2468, comma 1, c.c. per opera degli interventi di cui all'art. 3 L. n. 21/2024 o del D.Lgs. 30/2023. Sul punto, infatti, sembra maggiormente condivisibile la qualificazione dell'art. 2468, comma 1, c.c. come norma a «derogabilità relativa» data da F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in *Orizzonti*, 2023, 908 ss. Quanto allo scetticismo in ordine alla possibilità per le quote dematerializzate di accedere a una «sede di negoziazione», la tesi di SPOLAORE sembra implicitamente (e paradossalmente) negare che una quota necessariamente standardizzata (cui, dunque, non si applica il divieto di emissione azionaria ex art. 2468 c.c. e che, perciò, deve essere obbligatoriamente emessa come partecipazione fungibile di «eguale valore e [attributiva] di eguali diritti») e che beneficia della deroga al divieto di offerta al pubblico (sia speciale ex art. 100-ter, sia «generale» ex art. 26, comma 5, D.L. 179/2012) possa, pur ricorrendo queste condizioni, essere considerata un «valore mobiliare» non già perché *non-negoziabile* o per carenza di *serialità*, quanto perché le S.r.l. non sono sinora mai state negoziate. Infatti, salvo alcune – minoritarie – eccezioni in dottrina, non si era mai avanzata l'idea prima dell'art. 3 L. n. 21/2024 che le S.r.l. potessero validamente emettere «valori mobiliari» di capitale e, così, accedere a una infrastruttura di mercato. *Accessi*,

prendere atto del fatto che il contesto è ormai *irrimediabilmente* mutato e che urge, perciò, una decisione conclusiva sulla collocazione della S.r.l. nel tessuto economico e produttivo del Paese e, perciò, il suo destino nei mercati mobiliari.

82

questi, necessari per essere ammessi a una «sede di negoziazione», incluse quelle riconosciute come «mercato di crescita» ai sensi dell'art. 33 MiFID II e 69 TUF. Quanto, poi, al timore sul pericolo di «confusione» tra strumenti diversi nello stesso mercato, SPOLAORE sembra trascurare la facoltà del gestore di una «sede di negoziazione» di poterla organizzare in segmenti specializzati o di avviare altri MTF (anch'essi specializzati) proprio al fine di evitare la temuta *commistione*.

Organizzazione dell'impresa d'investimento e giudizio di inadempimento nel servizio di gestione di portafogli

SOMMARIO. – 1. L'orientamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie in materia di responsabilità del gestore di portafogli su base individuale. – 2. Profili di interesse dell'orientamento del Collegio. – 3. Discrezionalità del gestore di portafogli e «*business judgment rule*». – 4. Preadempimento e organizzazione nelle obbligazioni di mezzi «d'impresa». Riflessi sul giudizio di responsabilità. – 5. Rapporto tra gli strumenti di *enforcement*.

1. L'orientamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie in materia di responsabilità del gestore di portafogli su base individuale

Un piccolo gruppo di decisioni dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie¹ fornisce alcuni interessanti spunti in merito al rapporto che – nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento – si instaura tra regole di organizzazione dell'impresa e giudizio di responsabilità, con particolare riferimento alla negligenza nell'adempimento dell'obbligazione gestoria nell'ambito del servizio di *portfolio management*.

Dunque, nelle fattispecie decise dall'Arbitro si discorre di un servizio di gestione di portafogli dove, a seguito di perdite maturate sul portafoglio, l'investitore attivava il procedimento paracontenzioso presso l'ACF e chiedeva il risarcimento del danno conseguente alle dette perdite, allegando una serie di violazioni relative al “merito” della condotta gestoria posta in essere dal prestatore del servizio di investimento.

Messo di fronte a questa fattispecie, tutto sommato ordinaria, il Collegio imposta una sequenza argomentativa che ha sostanzialmente tre nodi di sviluppo.

Il primo si riconnette al tratto della discrezionalità, che è tipico della gestione di portafogli (cfr. infatti la stringa definitoria del servizio contenuta nell'art. 1, co. 5-*quinquies*, t.u.f., ai sensi del quale «per “gestione di portafogli” si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più

¹ Decisioni no. 1390/2019, no. 1545/2019, no. 401/2018.

strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti»). In particolare, si osserva che, se la discrezionalità è connaturata alle prestazioni di *facere* gestorio, nella gestione di portafogli essa «*colora in termini più intensi, conseguendone, allora, che al fine di verificare se l'obbligazione sia stata diligentemente adempiuta non è possibile sindacare il merito della scelta in concreto compiuta, e valutata come quella più funzionale a realizzare gli obiettivi di valorizzazione del patrimonio gestito, ma solo le modalità con cui quelle decisioni sono state assunte*».

Conseguentemente, si afferma, «nell'ambito del servizio di gestione patrimoniale, il deficit di diligenza non potrà mai essere prospettato sol perché gli investimenti non hanno dato al cliente l'esito da questi auspicato – perché ciò rientra nell'alea tipica di ogni investimento – bensì solo quando quelle scelte, produttive di perdite, non sono state oggetto di una particolare ponderazione da parte dell'intermediario, ovvero non sono state inquadrate e inserite in un ordinato processo interno di valutazione, anche di tipo istruttorio». Si osserva, al riguardo, che tale modulo di ragionamento esprime il tentativo piuttosto evidente – il lessico usato, del resto, è chiaramente evocativo – di applicare la c.d. *business judgement rule* alla prestazione gestoria nell'ambito del servizio di *portfolio management*.

Si tratta, in sostanza, dell'idea secondo cui nell'ambito della gestione individuale del risparmio (ma, a ben vedere, non vi sono motivi per ritenere che lo stesso standard non si debba parimenti applicare alla gestione collettiva), si applichi quello stesso standard di valutazione dell'esatto adempimento della prestazione gestoria dal punto di vista della diligenza, che si usa per gli amministratori delle società quantomeno delle società di capitali.

Il secondo punto dell'*iter* dell'Arbitro si riconnette alla considerazione che, nel contesto in esame, la valutazione dell'esistenza o meno di un processo istruttorio e valutativo adeguato si rapporta ai contenuti dell'articolo 21, co. 1, lett. d) t.u.f., che obbliga le imprese di investimento a «disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività». È implicito in tale conclusione l'assunto della comune funzionalizzazione degli obblighi negoziali propri della gestione di portafogli, da un lato, e di quelli organizzativi alla cura del migliore interesse del cliente, dall'altro.

In altri termini, se il *portfolio manager* deve orientare la propria attività gestoria al perseguimento del miglior interesse del gerito (*ex art. 21 t.u.f. e, comunque, art. 1710 c.c.*), dovendo altresì dotarsi di una organizzazione idonea ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi, allora una *organizzazione "adeguata" è strumentale all'esatto adempimento della prestazione gestoria*: esatto adempimento inteso come *effettiva* funzionalizzazione dell'attività al diligente perseguimento del miglior interesse dell'investitore².

Il terzo e conclusivo passaggio consiste nella fissazione di un automatismo tra la difettosa organizzazione – come accertata dall'Autorità nel momento dell'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, ai sensi dell'art. 195 t.u.f., in ragione di una riscontrata violazione dell'art. 21, co. 1, lett. d) t.u.f. – e la prova dell'inesatto adempimento della prestazione gestoria. In particolare, il Collegio intende «le risultanze del provvedimento [accertativo del difetto organizzativo e irrogativo della sanzione] quale prova del deficit di diligenza dell'intermediario nella prestazione del servizio».

2. Profili di interesse dell'orientamento del Collegio

Quanto precede consente di svolgere alcune considerazioni sull'approccio che viene adottato dall'ACF sul rapporto che si instaura tra regole di organizzazione e giudizio di responsabilità nell'ambito dei contratti mediante i quali una data impresa offre al mercato un dato

² In questa prospettiva, vale ad avviso del Collegio il rilievo per cui «nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento non appare possibile operare una separazione rigida tra regole che attengono al piano della corretta organizzazione dell'attività e regole che attengono alla corretta esecuzione del contratto, vero invece essendo che anche in questo campo lo stretto collegamento, di «inerenza teleologica e strutturale tra atto e attività» [...] comporta indiscutibilmente il rifluire sul primo di regole pur nate obiettivamente per disciplinare la seconda; con la conseguenza, allora, che la mancata adozione di assetti e procedure adeguate non solo può essere presupposto per l'adozione di misure sanzionatorie di stampo pubblicistico nei confronti dell'intermediario per la non corretta organizzazione di impresa, ma può rilevare anche come espressione di un deficit di diligenza sul piano dei rapporti interprivati, in quanto non permette di adempiere correttamente gli obblighi assunti nei confronti dei propri clienti, i quali hanno anch'essi evidentemente titolo per pretendere che la prestazione sia erogata nel contesto di un'attività correttamente organizzata».

prodotto; impresa che qui è quella d'investimento ma, di per sé, potrebbe essere operante in qualsiasi altro settore, attingendo il problema a una dinamica strutturale di fondo del diritto dell'impresa.

Fermate le notazioni che precedono, intendo concentrare la mia attenzione su seguenti temi.

Anzitutto, vorrei spendere qualche considerazione sulla correttezza dal punto di vista tecnico-dogmatico della qualificazione del giudizio di responsabilità del gestore di portafogli come connotato dall'applicazione della «*business judgment rule*» ossia, secondo una locuzione che – a torto o a ragione – ha nella comune percezione assunto il ruolo di variante lessicale italiana della *bjr*, da un criterio di «insindacabilità nel merito gestorio» (*infra*, n. 3).

Quindi, vorrei provare a inquadrare in termini più circostanziati, in punto di teoria del rapporto obbligatorio, il rapporto tra organizzazione d'impresa, adempimento delle obbligazioni di mezzi e relativo giudizio di responsabilità (*infra*, n. 4).

Infine, vorrei svolgere alcune considerazioni sullo stato attuale del rapporto che, in relazione alle violazioni del tipo considerato (ossia, violazioni d'impresa che rifluiscono sui singoli contratti come fatti di inadempimento), sussiste tra i diversi strumenti di *enforcement* che la normativa di settore predispone. Più precisamente, mi interessa evidenziare qual è il rapporto che si instaura tra, *da un lato*, l'adozione di una misura sanzionatoria dell'autorità amministrativa che – in un dato momento – censura talune modalità di organizzazione dell'impresa e, *dall'altro*, i giudizi relativi ai rapporti con la clientela il cui *thema decidendum* è costituito dall'inesatto adempimento dell'intermediario ai propri obblighi nei rapporti relativi a quei servizi che sono interessati dalla sanzione, cioè che sono stati erogati “mediante l'organizzazione” che è stata accertata come difettosa dalla Consob nel momento in cui l'impresa è stata resa destinataria della sanzione amministrativa (*infra*, n. 5).

3. Discrezionalità del gestore di portafogli e «business judgment rule»

Venendo subito al tema dell'applicazione della *business judgment rule* al servizio di *portfolio management*, va anzitutto segnalato che, nella sua concezione più adeguata e coerente col contesto normativo nazionale interno (dove l'articolo 2392 c.c. non fa riferimento ad alcuna

insindacabilità nel merito delle scelte gestorie, assoggettando invece la valutazione giudiziale delle decisioni manageriali alla «diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze»). In considerazione di quanto precede, la *business judgment rule* va correttamente intesa come composta di un duplice momento.

Da un lato, essa è, sul piano generale, indicativa della necessità che il giudice si collochi al momento del giudizio in una logica «*ex ante*», e pertanto valorizzi l'incertezza della situazione di fatto in cui ogni organo amministrativo assume le decisioni gestorie.

Dall'altro e con specifico riferimento alle decisioni a contenuto strategico, ossia quelle di definizione della “politica imprenditoriale” della società, la *business judgment rule* va intesa come attribuzione agli amministratori di una area di apprezzamento discrezionale loro riservata, intesa a fissare un dato punto di equilibrio tra i diversi interessi che vengono in gioco nel momento dell'assunzione di decisioni manageriali “di vertice”, le quali – com'è stato autorevolmente osservato³ – possono «implicare una scelta e selezione fra gli interessi che nell'impresa rilevano e contribuiscono alla sua funzione produttiva, si potrebbe dire alla sua efficienza»: dove gli interessi rilevanti sono, essenzialmente, i diversi interessi «di investimento» degli azionisti (per sovra semplificare, misura della propensione al rischio e ampiezza dell'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento), interessi diversi che rispondono a diversi «interessi di impiego del capitale di rischio».

Senonché, è evidente che, se a questo livello gerarchico della decisione manageriale sussiste una discrezionalità in senso proprio (intesa nel senso di attribuzione del potere di fissare un dato momento di equilibrio tra diversi interessi la cui cura è attribuita al titolare della funzione), progredendo verso decisioni a contenuto meno generale però questa discrezionalità si assottiglia sempre più e muta in un apprezzamento di natura tecnica. In altri termini, se una discrezionalità degli amministratori esiste – discrezionalità da cui consegue un ambito di “insindacabilità” del suo esercizio –, essa esiste solo sul piano generale della definizione delle politiche imprenditoriali della società. Diversamente, in relazione alle molteplici decisioni che attuano quelle

³ C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, 2012, 409.

(decisioni) a contenuto strategico, il margine di apprezzamento rimesso agli amministratori non si può correttamente intendere in termini di “vera” discrezionalità, giacché esso corrisponde a una discrezionalità impropria ossia di tipo tecnico: diventa, cioè, scelta dei mezzi più idonei al raggiungimento di un determinato scopo, di tal che essa non può implicare la sottrazione al giudice del potere di sindacare la scelta in concreto effettuata.

Se questa ricostruzione è corretta, il tentativo di trasposizione alla gestione patrimoniale di questo ragionamento – ossia, quello per cui altro è dire che gli amministratori possono fissare un punto di equilibrio tra diversi interessi di natura generale dei soci, e altro è dire che una volta definito questo punto di equilibrio l’esecuzione sul piano delle singole operazioni non si sottrae a un vaglio pieno di conformità dell’agire dei gestori al parametro della diligenza – non può che condurre alla conclusione per cui la struttura del rapporto giuridico che intercorre tra l’intermediario e il suo cliente non esprime alcun tratto di discrezionalità. In effetti, nella gestione di portafogli l’intermediario è chiamato ad attuare i contenuti nel mandato, che definiscono la «linea di gestione» (ossia le caratteristiche contenutistiche della gestione e il grado di rischio ricercato) divisata dalle parti nella documentazione contrattuale; né la normativa in materia di servizi di investimento consentirebbe l’attribuzione all’intermediario di un mandato “in bianco”⁴.

⁴ Cfr. l’art. 47, par. 3, del Reg. Del. UE 575/2017: «Quando si propongono per servizi di gestione del portafoglio ad un cliente o potenziale cliente, le imprese di investimento forniscono al cliente, in aggiunta alle informazioni di cui al paragrafo 1, le informazioni seguenti, laddove pertinenti: a) informazioni sul metodo e sulla frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente; b) i dettagli di eventuali deleghe della gestione discrezionale della totalità o di una parte degli strumenti finanziari o dei fondi contenuti nel portafoglio del cliente; c) la descrizione di qualsiasi parametro di riferimento al quale sarà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; d) i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; e) gli obiettivi di gestione, il livello di rischio entro il quale il gestore può esercitare discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità»; cfr. anche l’art. 38, par. 1, del Regolamento Consob n. 20307/2018 (Regolamento Intermediari): «In aggiunta a quanto stabilito dall’articolo 37, il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli: a) indica i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi

In questo contesto, la scelta delle singole operazioni di investimento da parte dell'intermediario non esprime alcuna discrezionalità in senso proprio (nei termini dianzi descritti, e con le conseguenze che ne derivano in punto di sottrazione delle scelte operate al vaglio giudiziale), bensì si riconduce e riduce alla scelta del mezzo più adeguato al perseguimento di un fine predeterminato (ossia, realizzare la «linea di gestione» prescelta dal cliente), somministrando così una fattispecie che è di per sé pienamente sussumibile nella nozione di obbligazione di mezzi.

4. *Preadempimento e organizzazione nelle obbligazioni di mezzi «d'impresa». Riflessi sul giudizio di responsabilità*

Le conclusioni che precedono non intendono però contraddire l'intuizione fondamentale che sta alla base del ragionamento sviluppato dall'ACF, in precedenza riassunto, e che consiste nella volontà di valorizzare, sul piano del giudizio di responsabilità del gestore, l'intima connessione che nella fattispecie corrente sussiste tra la (organizzazione della) impresa e il contratto o, per essere più precisi, l'adempimento della prestazione caratteristica dell'impresa stessa (ossia quella che realizza l'offerta al mercato di un proprio prodotto/servizio).

In questa prospettiva, può osservarsi che l'obbligazione di *facere* gestorio, che nell'ambito del servizio di gestione di portafogli fa capo all'impresa di investimento, esprime degli elementi di peculiarità, che la distinguono sul piano tipologico da quelle altre figure di obbligazioni dove sussistono margini di "discrezionalità esecutiva" del debitore (in questo senso, «obbligazioni di mezzi»), e che afferiscono all'area delle prestazioni derivanti dal contratto d'opera, in specie intellettuale

eventuali limiti; b) indica gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la

sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità; c) indica se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva; d) fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; e) indica se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega; f) indica il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente».

(tipicamente, se si guarda alle pronunce giurisprudenziali, la responsabilità medica e quella del progettista-direttore dei lavori).

La differenza si annida, in particolare, nel fatto che se in queste assume rilievo preminente la persona del debitore, e in specie la sua capacità, esperienza e competenza individuale, nell'attività di *portfolio management* (esercitata professionalmente da una impresa d'investimento autorizzata) l'erogazione del servizio presuppone – e dipende in termini strettamente correlati da – l'organizzazione imprenditoriale dell'organismo economico che si identifica nel soggetto debitore⁵.

Se dunque l'impresa opera per sua natura, anche là dove si trova a eseguire una prestazione “di mezzi” (e quindi parzialmente “indeterminata”), in maniera *mai estemporanea* bensì sempre secondo un sistema di regole predeterminate a livello interno, di tal che le concrete modalità della sua azione non sono lasciate alla libera e autonoma iniziativa dei singoli addetti dell'impresa, bensì sono iscritte in decisioni di portata più generale, che di quell'agire fissano i parametri e i limiti, allora deve concludersi che le decisioni di investimento nei singoli casi sono in realtà fortemente condizionate dal momento organizzativo precedente⁶.

⁵ Vengono cioè in rilievo i dati dell'oggettivazione organizzativa e della standardizzazione operativa che qualificano l'impresa come organismo produttivo. Tali connotati danno corpo alla nozione giuridica e allo statuto dell'imprenditore (l'organizzazione dell'attività *ex art. 2082 c.c.*), e rispondono all'esigenza di assicurare un agire economicamente razionale dell'organismo produttivo, inteso nel senso di un agire connotato dalla permanente calcolabilità dei costi e dei ricavi dell'attività. Sul punto, cfr. almeno A. NIGRO, *Le scritture contabili*, in *Trattato di dir. comm. e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, II, Padova, 1978, 213. P. FERRO-LUZZI, *L'impresa*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano, 1985, 19 ss.; C. ANGELICI, *La contrattazione d'impresa*, *ibidem*, 185 ss.; ART. DALMARTELLO, voce *Contratti d'impresa*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, IX, Roma, 1988; M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I Contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e A. Zoppini, I, Bologna, 2012, 33.

⁶ Quanto precede riguarda l'intero arco di condotte in cui si esprime l'esecuzione della prestazione gestoria: a partire dalla definizione del «portafoglio modello» in sede di avvio del rapporto, alla definizione delle situazioni al ricorrere delle quali è richiesto un ribilanciamento del portafoglio o comunque una diversa composizione dello stesso, oppure – ancora – alla fissazione di indicatori o parametri che impongono una liquidazione parziale o totale del portafoglio.

Si manifesta così una differenza di fondo tra la prestazione in discorso e le obbligazioni di mezzi più comunemente studiate dalla dottrina civilistica (così, ancora il medico o il progettista), dove – pur esistendo, nell’ambito professionale di riferimento, protocolli e linee guida indicative – si dà una chiara prevalenza del momento tecnico-esecutivo (per così dire, l’“arte” del singolo professionista) che si esprime nella singolarità del singolo adempimento.

Se ciò è corretto, allora dovrà dirsi che in tale prestazione si assiste – in ragione della dinamica organizzativa strutturalmente propria dell’impresa – a una preminenza della fase di preadempimento, intesa come momento di predeterminazione delle future modalità esecutive di ciascuna singola prestazione gestoria. Questa prende corpo, tra le altre cose e a titolo d’esempio, nell’identificazione dei procedimenti di analisi dei mercati che possono portare alle decisioni di investimento, nella istituzione dei comitati interni chiamati a decidere sulla costruzione dei «portafogli-modello» (ossia della formazione dell’*asset allocation* e dello *stock picking*), nella procedimentalizzazione del loro operare e del loro deliberare. Il tutto, al fine di garantire un operare dell’impresa che sia omogeneo nei diversi rapporti che intrattiene, in coerenza con la naturale standardizzazione del suo agire⁷.

Inquadrata la fattispecie in questi termini, si deve allora aderire ai contenuti delle decisioni dell’Arbitro sopra considerate, in particolare là dove si afferma che il momento organizzativo dell’impresa assume rilevanza esterna: nel senso che esso diventa *thema probandum* del giudizio sull’esattezza dell’adempimento, materia di analisi e valutazione del giudice in ciascuna singola fattispecie contenziosa avente per oggetto l’esattezza dell’adempimento della prestazione gestoria. E infatti, se l’organizzazione è difettosa su un piano generale, allora anche l’esecuzione sarà difettosa, ossia non conforme al parametro della diligenza professionale.

Tanto detto, occorre però segnalare il rischio che la descritta valorizzazione della rilevanza della dimensione organizzativa dell’impresa in sede di adempimento degli obblighi di prestazione in questione risulti in un equivoco ricostruttivo, in cui si incorrerebbe

⁷ Con l’obiettivo, tra l’altro, di realizzare una gestione efficace dei costi transattivi di controllo sui singoli addetti dell’impresa (ossia i vari consulenti o *portfolio manager* chiamati a compiere le singole operazioni di investimento nei singoli rapporti con la clientela).

laddove si identificasse l'esatto adempimento con l'esistenza di una organizzazione d'impresa "adeguata". A questo riguardo, diventa allora opportuno soffermarsi sulla questione – che è di ordine ricostruttivo, ma non è scevra di risvolti pratici soprattutto in relazione allo svolgimento del giudizio di responsabilità – avente per oggetto l'identificazione dell'oggetto della prestazione del *portfolio manager*.

Dunque, occorre a mio avviso rifiutare l'idea di concepire la prestazione del gestore di portafogli – quale espressione, in termini più generali, di una «prestazione d'impresa» ossia della prestazione caratteristica di un contratto "seriale" mediante il quale l'impresa offre al mercato un dato prodotto – come prestazione di «pura organizzazione».

In altri termini, se è vero che l'impresa, nel rendere il servizio, «mette a disposizione» la sua organizzazione nei confronti del cliente, in quanto quel dato modo di rendere il servizio postula una data organizzazione e dipende da quella data organizzazione dell'impresa, non sembra corretto sul piano teorico affermare che l'esatto adempimento della prestazione si dà per il solo fatto – e quindi per effetto della sola dimostrazione – dell'esistenza di una organizzazione dell'impresa qualitativamente idonea allo scopo.

In effetti, operare una simile equiparazione vuol dire proiettare nella ricostruzione della «prestazione d'impresa» in esame quello stesso modulo di ragionamento che, sul piano del diritto civile generale, adotta chi identifica l'oggetto dell'obbligazione di mezzi nel "dovere di sforzo"⁸ del debitore, facendo assurgere a oggetto dell'obbligazione di

⁸ Il riferimento va a quella risalente dottrina, (A. BRECHT, *System der Vertragshaftung*, in *Jh. Jahr.*, 1908, 213 ss., e G. HARTMANN, *Die Obligation: Untersuchungen über ihren Zweck und Bau*, Erlangen, 1875; sui quali cfr. le considerazioni critiche di G. OSTI, *Revisione critica della teoria sull'impossibilità della prestazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1918, 209 ss.), che trova un qualche seguito anche nei tempi attuali (cfr. nota che segue), dove l'oggetto delle obbligazioni di mezzi prospettavano una ricostruzione dell'obbligazione che la esauriva, per l'appunto, in un «dovere di sforzo», cioè di mera «tensione della volontà» del debitore estrinsecantesi nella profusione, a mezzo delle condotte del debitore, di un impegno funzionalmente volto alla soddisfazione dell'interesse pratico finale che muove il creditore a contrarre (c.d. interesse primario), il cui difetto consente di concludere nel senso della negligenza del debitore intesa come *culpa* del medesimo (cfr. ID., *op. loc. ult. cit.*). Sul piano ricostruttivo, ciò implicava pertanto la negazione della necessaria esistenza, nel perimetro oggettivo dell'obbligazione, di una «ragione di bene» dovuta,

mezzi una data condotta qualitativamente connotata, e non la produzione di un qualche effetto utile da ritenersi soddisfacente dell'interesse creditorio. La differenza, nel caso di specie, starebbe solamente nell'aver identificato il "dovere di sforzo" nell'organizzazione (e nel rispetto delle procedure ivi predisposte) invece che nella sola condotta esecutiva.

Una simile concezione dell'oggetto delle obbligazioni di mezzi – che è stato riproposto da una parte della civilistica italiana⁹ e, per quanto prevalentemente rifiutata dalla Corte di Cassazione¹⁰, ha trovato qualche sponda in alcune recenti pronunce¹¹ – deve essere rifiutata.

che potesse concepirsi come qualcosa di distinto dalla condotta e rispetto alla quale la condotta si ponesse come causa efficiente: In tema cfr. L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, I, 3 dell'estratto della Rivista del Diritto Commerciale; G. COTTINO, *L'impossibilità sopravvenuta della prestazione e la responsabilità del debitore. Problemi generali*, Milano, 1955, 75; R. CICALA, *Concetto di divisibilità e indivisibilità dell'obbligazione*, Napoli, 1953, 84.

⁹ P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, 1280; A. DI MAJO, sub *Artt. 1173-1176. Delle obbligazioni*, cit., 456; V. CARBONE, *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, 441. In una posizione parzialmente distinta, e che però propone uno statuto della responsabilità relativa alle obbligazioni di mezzi dove assume rilievo *prima facie* la realizzazione di una condotta diligente "in astratto" cioè secondo i mezzi normalmente da impiegarsi nel genere di prestazioni considerato, G. D'AMICO, *La responsabilità ex recepto e la distinzione tra obbligazioni «di mezzi» e «di risultato»*. *Contributo alla teoria della responsabilità contrattuale*, Napoli, 1999, *passim*, spec. 157 ss.

¹⁰ La prospettiva della dimensione unitaria della responsabilità debitoria, con il correlativo rifiuto dell'esistenza di una diversità di temi e oneri di prova nell'ambito delle obbligazioni di mezzo, risulta peraltro essere stato accolto dal formante giurisprudenziale (che in precedenza aveva invece perorato l'idea di un diverso contenuto del giudizio di responsabilità nelle obbligazioni di mezzi) mediante le pronunce Cass., Sez. Un., 28 luglio 2005, n. 15781, e cfr. Cass., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 577, tutte in *Dejure*.

¹¹ Talune recenti decisioni della Terza Sezione Civile (Cass. 11 novembre 2019, nn. 28992 e 28991, in *Foro it.*, 2020, I, 210) sembrano tuttavia avere rimesso in discussione l'approdo, in particolare là dove – proiettando sulla materia della responsabilità debitoria moduli di ragionamento propri della responsabilità civile – introducono nel ragionamento sulla responsabilità debitoria un tema di prova avente per oggetto un preteso nesso di causalità tra condotta difforme dal titolo e lesione/mancato soddisfacimento dell'interesse creditore (che sembra essere configurato alla stregua dell'interesse "primario" di cui alla teorica delle obbligazioni di mezzi). Sul tema, in termini critici verso questo ritorno al passato, cfr. F. PIRAINO,

A questo riguardo, resta insuperata la lezione di quella parte della civilistica italiana che, a partire dall'insegnamento di Mengoni, ha posto in evidenza l'impossibilità di configurare le obbligazioni di mezzi in termini di mero "dovere di sforzo" non accompagnato dalla deduzione di qualsivoglia risultato soddisfattivo dell'interesse creditorio. Osta a ciò la natura unitaria della struttura dell'obbligazione, dove *sempre* il debitore promette incondizionatamente (con il limite dell'impossibilità sopravvenuta non imputabile) un dato risultato, inteso come soddisfazione di un interesse *ex art. 1174 c.c., insieme con un determinato novero di condotte strumentali* al relativo soddisfacimento.

In coerenza con tale premessa, l'interesse creditorio dedotto in *obbligazione* nell'ambito delle obbligazioni di mezzi va individuato in un *risultato* dovuto, diverso dalla soddisfazione dell'interesse pratico finale che muove il creditore a contrarre (c.d. interesse primario) e che può opportunamente definirsi come «intermedio», in quanto corrispondente alla realizzazione delle condizioni materiali idonee *in via effettiva e in misura sufficientemente adeguata*, sul piano causale, a raggiungere la realizzazione dell'interesse primario¹².

Tale linea di ricostruzione argomenta che in talune specie di obbligazioni sussiste l'impossibilità di dedurre (o comunque, si verifica la non deduzione de) la soddisfazione dell'interesse primario: e ciò accade in ragione dell'aleatorietà intercorrente tra una condotta anche massimamente diligente e il conseguimento dell'interesse in discorso.

Quando ciò si verifica, quando cioè «l'oggetto della qualificazione giuridica, ossia il contenuto del rapporto obbligatorio» non coincide «con la realizzazione di questo interesse che potremmo chiamare primario», allora si prospetta una scissione tra tale fine pratico e la prestazione dovuta: «la tutela giuridica, che è la misura del dover avere del creditore, è circoscritta a un interesse strumentale, a un interesse di

Travisamenti pretori in tema di esonero dalla responsabilità contrattuale tra causalità e vicinanza della prova, in *Foro. it.*, 2020, VI, 2000; ID., *Causalità e responsabilità contrattuale (tenzone tra un giudice e un professore)*, in *Foro it.*, 2022, V, 262 (*Parte I: La causalità generale*) e V, 321 (*Parte II: La causalità materiale e obbligazioni di facere professionale*), in dialettica con G. TRAVAGLINO, *Nessi di causa e prova presuntiva*, in *Il ragionamento presuntivo. Presupposti, struttura, sindacabilità*, a cura di S. Patti e R. Poli, Torino, 2022, 309 ss.

¹² L. MENGONI, *op loc. ult. cit.*

secondo grado che ha come scopo immediato un'attività del debitore capace di promuovere l'attuazione dell'interesse primario». Ne risulta che «in tali ipotesi il fine tutelato, cioè appunto il risultato dovuto, non è che un mezzo nella serie teleologica che costituisce il contenuto dell'interesse primario del creditore»: non essendo ragionevole che la tutela giuridica protegga il conseguimento di un interesse positivo coincidente con l'interesse primario, essa pertanto ripiega su un «risultato intermedio», «mezzo nella serie teleologica» verso la possibile soddisfazione dell'interesse primario¹³.

Occorre allora domandarsi quale sia il risultato dovuto nella prestazione gestoria del gestore di portafogli, ossia come si configuri nel caso di specie la realizzazione dell'«interesse intermedio» in precedenza considerato. Al riguardo, non si può in questa sede¹⁴ andare oltre l'affermazione per cui la configurazione tipica dell'interesse creditorio, come ricostruito anche alla luce del quadro normativo di settore, è tale per cui nella gestione di portafogli l'investitore ricerca (e il gestore promette) un rischio che si identifica *ab intrinseco* come *qualitativamente connotato* in relazione sia a una misura massima di rischio in termini assoluti, sia all'esistenza di un *livello di efficienza sufficientemente elevato nel rapporto tra il rischio e il rendimento atteso*. In altri termini, il risultato che l'intermediario gestore promette all'investitore è – non già un dato rendimento finanziario, bensì – l'assunzione e il mantenimento di un *rischio efficiente*.

Quanto precede consente di definire come il giudizio di responsabilità, avente l'oggetto ora descritto, si rapporti alla preminenza della dimensione organizzativa nell'ambito delle obbligazioni di mezzi che costituiscano «prestazioni d'impresa», per evidenziare in particolare che, se l'organizzazione dell'impresa è momento prodromico all'adempimento, non vi è coincidenza tra loro. Di tal che, se una organizzazione qualitativamente inadeguata comporta in automatico l'esistenza di un inadempimento nei singoli rapporti, non vale il contrario, ossia il giudizio sull'esattezza dell'adempimento non può identificarsi con un giudizio statico sulla qualità dell'organizzazione.

¹³ L. MENGONI, *op loc. ult. cit.*

¹⁴ Sul punto, si rinvia alla più ampia analisi condotta in U. MALVAGNA, *Benchmark e gestione di portafoglio: tra «mezzi» e «risultato»*, Napoli, 2023, spec. 119 ss.

In questa prospettiva, va scongiurato l'errore, che si nasconde dietro le tesi che risolvono l'adempimento in un dato connotato qualitativo dell'organizzazione, di risolvere il giudizio di responsabilità in un approccio di «*corporate compliance*», cioè in una valutazione estrinseca e, per così dire, «burocratica» che verta solo sul fatto dell'esistenza di processi, procedure e flussi informativi strutturati secondo dati *standard* formali di qualità, in quanto rispettosi dei canoni – in sé estrinseci rispetto al merito delle scelte adottate – dettati dalle teorie e dalle *best practices* dell'organizzazione aziendale.

In effetti, se tale livello di valutazione è necessario per poter affermare l'esatto adempimento, esso non è di per sé sufficiente al fine. Resta infatti comunque da valutare, lungo ogni passaggio della catena decisionale e organizzativa che muove dal concepimento generale della strutturazione del servizio sino alla sua concreta erogazione della clientela, se nell'*intrinseco* – e cioè secondo una valutazione “di merito” della scelta tecnico-finanziaria attinente alle metodologie di analisi dei mercati e costruzione di “portafogli-modello” in coerenza coi quali approntare la gestione – l'esito di tale scelte abbia effettivamente realizzato un *output*, in punto di qualità dei portafogli della clientela, sufficientemente elevato dal punto di vista del rapporto tra rischio e rendimento.

In definitiva, altro è dire che il giudizio di responsabilità non deve poter procedere a una valutazione dell'“efficienza del rischio” che ignori le specifiche scelte e decisioni dell'impresa (così, nell'ipotesi in cui il giudice, per il tramite del consulente d'ufficio, sviluppi un'analisi dell'efficienza del portafoglio basata su metodologie e logiche diverse da quelle concretamente impiegate dall'intermediario, senza considerare queste ultime), altro è dire che la valutazione dei modelli e delle metodologie tecnico-finanziarie concretamente impiegati dall'impresa non possano essere saggiati *in via sostanziale* rispetto all'effettiva misura di soddisfazione dell'interesse tipico dell'investitore che il portafoglio realizza.

In conclusione, se il doversi “misurare” con le concrete scelte dell'impresa riduce ulteriormente la discrezionalità del giudicante, esso non viene però a schiacciare il vaglio giudiziale su una logica meramente procedimentale e concentrata solo sulla formalizzazione di flussi informativi e processi decisionali coerenti con gli standard della “buona organizzazione aziendale”.

5. Rapporto tra gli strumenti di enforcement

L'ultimo punto da considerare in relazione ai temi qui in rilievo attiene al rapporto tra gli strumenti di *public* e *private enforcement* (rispettivamente, il risarcimento del danno da inadempimento e le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate da Consob) in relazione a difetti organizzativi rilevanti ai fini dell'erogazione dei servizi d'investimento alla clientela.

L'aspetto di interesse della posizione assunta dall'ACF consiste nel fatto che la difettosa organizzazione (in generale), e quindi il difetto di diligenza, viene ritenuta *in re ipsa* accertata per il mero fatto dell'esistenza di una decisione sanzionatoria della Consob, come se ci fosse una *efficacia conformativa piena* di questo provvedimento sul giudizio di responsabilità nella singola fattispecie contenziosa. Senonché, nella misura in cui si affida la valutazione in ordine al difetto organizzativo dell'intermediario esclusivamente all'esistenza o meno di un provvedimento della Consob, ciò sembrerebbe valere anche al negativo: nel senso che, ove faccia difetto una sanzione della Consob, allora non si potrebbe ritenere sussistente un difetto organizzativo.

Associando il dato che precede all'idea dell'insindacabilità delle scelte gestorie dell'intermediario (pure questa, professata dall'Arbitro: cfr. *supra*, n. 3), si dovrebbe allora concludere che, se le scelte gestorie sono insindacabili salvo il difetto organizzativo, e il difetto organizzativo sussiste solo a fronte di un provvedimento sanzionatorio dell'Autorità, allora quest'ultima sarebbe il dominus della responsabilità del gestore: senza sanzione, nessuna responsabilità per gestione negligente.

In merito a ciò, in questa sede è possibile svolgere un paio di rapide considerazioni di contesto sulla situazione attuale del nostro ordinamento, in relazione al rapporto che c'è tra strumenti di *public enforcement* e strumenti di *private enforcement*. Rapporto che, a ben vedere, si dà in molte situazioni: così, *inter alia*, in relazione alle sanzioni dell'Autorità *antitrust* sui cartelli rispetto alle azioni di risarcimento del danno (o di nullità dei contratti a valle), in tema di accertamento di vessatorietà delle clausole dei contratti con i consumatori ai fini dell'adozione di ordini inibitori da parte dell'Autorità rispetto ai singoli contratti. Questa naturale interazione si dà, in effetti, in tutti i mercati regolati dove le autorità amministrative

hanno poteri sanzionatori che riguardano l'attività, laddove l'organizzazione d'impresa è il presupposto organizzativo dell'adempimento della singola prestazione.

In questi ambiti, il modello per così dire “generale” vigente nell'ordinamento positivo è quello della piena separazione. Nel senso che, dal punto di vista processuale, l'impugnazione della sanzione amministrativa segue la propria strada, mentre da parte loro i singoli giudizi continuano a fare storia a sé, sia nel rapporto tra loro sia in relazione al procedimento di impugnazione del provvedimento derivante dall'esercizio dello strumento di *enforcement* pubblicistico. Tale separazione risponde a evidenti ragioni di ordine tecnico-giuridico attinenti alla disciplina processuale, e in particolare alla diversità nell'oggetto e nelle parti che corre tra i vari procedimenti.

Senonché, in assenza di possibilità di coordinamento dei diversi piani processuali, è inevitabile il rischio di un comportamento sclerotico della giurisprudenza, che di per sé può risultare in un difetto di efficacia conformatrice degli strumenti di *enforcement* (o comunque in una ridotta efficacia conformatrice degli stessi).

E infatti, nella misura in cui il piano dell'*enforcement* pubblicistico e di quello privatistico divergano nei contenuti precettivi che enucleano, difetta un chiaro incentivo nei confronti dell'impresa a conformarsi a una data regola.

Nei tempi più recenti si va tuttavia facendo strada una diversa linea, che interessa sia il formante legislativo (e qui il riferimento va alla disciplina relativa al risarcimento del danno antitrust: cfr. l'art. 7 del decreto legislativo n. 3/2017) sia il formante giurisprudenziale (in specie con riferimento all'attribuzione di efficacia di “prova privilegiata” alle decisioni dell'AGCM, in relazione a illeciti antitrust¹⁵ e in relazione all'accertamento di vessatorietà di clausole contenute in contratti con i consumatori¹⁶).

In questa prospettiva, può dirsi che il modulo di ragionamento adottato dall'Arbitro per le controversie finanziarie nelle pronunce qui in commento si inserisce in questa linea evolutiva, precludendo alla prospettiva di una maggiore organicità nei rimedi rispetto a un unitario

¹⁵ Cass., 22 maggio 2019, n. 13846; nonché Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994, entrambe in *Dejure*. Cfr. anche Cass., 28 maggio 2014, n.11904, in *Foro it.*, 2014, I, 1729.

¹⁶ Cfr. Cassazione 31 agosto 2021, n. 2365, in *Foro it.*, 2022, I, 1, 277.

obiettivo di *policy*, che è quello di far sì che le norme di condotta servano, *realmente* e con massima efficacia ed efficienza, da momento conformativo dell'attività dell'impresa.

Ciò detto, resta aperto – in quest'orientamento come in quelli formati nell'ambito del diritto della concorrenza – il tema di come dare adeguata tutela ai diritti di difesa delle parti, in un contesto in cui l'esito di un *diverso procedimento* può dispiegare effetti un certo senso preclusivi rispetto all'accertamento che il giudice opera nel singolo caso. Se la ricerca di una maggiore integrazione organica nel sistema rimediabile non può essere condotta se non nella tutela effettiva dei diritti di difesa di tutti i soggetti interessati, le modalità effettive di realizzazione di un contemperamento degli interessi del mercato con i diritti dei singoli sono, a ben vedere, ancora tutte da costruire.

**Corte d'Appello Cagliari Sassari, Sent. 8 settembre 2022, n. 261;
Pres. Rel. Spanu; S.A., C.A.S. s.a.s., S.L. e M.P. c. A.A.M. s.p.a. e
C.F. s.p.a.**

MUTUO DI SCOPO – MUTUO SOLUTORIO – CAUSA CONCRETA –
PREESISTENTI ESPOSIZIONI DEBITORIE.

La causa concreta del contratto di mutuo è rintracciabile nella dazione di una somma il cui utilizzo può essere preordinato dalle parti a soddisfare le preesistenti esposizioni debitorie senza che tale uso, in assenza di una clausola di destinazione, possa caratterizzare la causa del negozio.

MOTIVI DELLA DECISIONE – Nel merito l'impugnazione è affidata sostanzialmente a due profili: l'erroneo apprezzamento del TAEG e dei profili di usura oggettiva e soggettiva dedotti anche con riferimento all'imposizione del finanziamento per ripianare pregresse passività. L'eccezione di nullità delle fideiussioni per violazione della legge antitrust è invece proposta per la prima volta in appello.

Il tribunale escludeva qualsiasi indeterminatezza dei tassi applicati sia nella fase di preammortamento del finanziamento che nella fase successiva, avuto riguardo alla misura del tasso corrispettivo espressamente indicata nel documento contrattuale. Il riscontro effettuato dal primo giudice sui dati pattuiti per iscritto in modo specifico, anche con riferimento alle condizioni di variazione previste per relationem, non è stato oggetto di censura idonea a inficiare l'argomentazione di prime cure, essendosi gli appellanti limitati a riproporre la questione – genericamente adombrata in primo grado – della divergenza tra il tasso stabilito sia in contratto (comunque al di sotto della soglia usuraria) sia nel documento di sintesi e l'onere complessivamente derivante da tutte le voci di costo addebitate alla mutuataria. In realtà nel contratto risultano riportati gli elementi necessari ad informare il contraente in ordine alle condizioni effettivamente applicate (v. il tasso di preammortamento, il tasso variabile parametrato all'Euribor, le spese di istruttoria, il tasso di mora e l'ISC (che non contiene alcuna determinazione del tasso da applicare al rapporto né si pone come elemento costitutivo del contratto), tutti indicati nel contratto e dei quali non è stata smentita la corretta

applicazione), che, secondo la debitrice, comporterebbero un vantaggio usurario se complessivamente considerate.

Di contro, le considerazioni esposte dal giudicante di primo grado circa la trasparenza dei parametri utilizzati per la concessione del finanziamento dà conto delle modalità di determinazione del tasso variabile e dell'intera regolamentazione contrattuale con motivazione congrua rispetto alle contestazioni formulate dagli oppositori.

Non è, inoltre, ravvisabile un fenomeno di usura soggettiva nei termini dedotti dagli appellanti e cioè che l'applicazione di un tasso prossimo alla soglia nel contesto di un impegno finanziario "imposto" dalla banca per rientrare dalle passività gravanti sui rapporti di conto corrente sarebbe sintomatico della soggezione della debitrice alla posizione di forza della banca e del conseguente vantaggio da quest'ultima profittato in danno del cliente, con la conseguenza che non si sarebbe perfezionata l'effettiva dazione della somma mutuata.

Gli appellanti non hanno contestato la materiale consegna della somma mutuata mediante accredito sul conto corrente (peraltro documentata), ma hanno sostenuto che la mutuataria non avrebbe goduto della effettiva disponibilità di tale somma, utilizzata per estinguere un debito preesistente e rafforzare le garanzie a favore del creditore.

La rivisitazione della causa in concreto in termini di vizio genetico, cui mira la difesa appellante, non è supportata da sufficiente allegazione (cfr. Cass. Civ. sez. II, n. 21953/19) di elementi concreti dai quali inferire il perseguimento di una funzione economica distorta rispetto alla causa tipica del mutuo nemmeno ricorrendo alla figura del collegamento negoziale, che presuppone che alla funzione economica dei singoli contratti collegati si sovrapponga una causa unitaria assorbente; neppure risulta allegato il requisito soggettivo ovvero il comune intento delle parti di perseguire, oltre l'effetto tipico di ciascuno dei contratti, anche l'interazione reciproca tra i negozi.

Di contro, ritiene questa Corte che, una volta esclusa la natura di contratto di scopo (diversamente dal vecchio credito edilizio ove era forte anche il connotato soggettivo dell'istituto mutuante e quindi la necessità che le somme erogate fossero destinate alla finalità enunciata), la causa concreta del mutuo è assolta dalla dazione di una somma il cui utilizzo ben può essere preordinato dalle parti a soddisfare precedenti partite debitorie anche per dilazionarne il termine di

scadenza controbilanciato da nuove garanzie, senza che questo entri nella causa in senso oggettivo (cfr. Cass. n. 28662/13 e n. 9475/22: “affinché possa configurarsi un collegamento negoziale in senso tecnico non è sufficiente un nesso occasionale tra i negozi, ma è necessario che il collegamento dipenda dalla genesi stessa del rapporto, dalla circostanza cioè che uno dei due negozi trovi la propria causa (e non il semplice motivo) nell’altro, nonché dall’ intento specifico e particolare delle parti di coordinare i due negozi, instaurando tra di essi una connessione teleologica, soltanto se la volontà di collegamento si sia obiettivata nel contenuto dei diversi negozi potendosi ritenere che entrambi o uno di essi, secondo la reale intenzione dei contraenti, siano destinati a subire le ripercussioni delle vicende dell’altro”; n. 23149/22; v. anche n. 1193/20 laddove riconnette alla finalità di consolidare le precedenti esposizioni debitorie non la nullità del contratto di mutuo bensì la sottoposizione a revocatoria).

Non è fuor d’opera richiamare anche i recenti precedenti di legittimità (n. 20896/19; n. 1517/21) che, esaminando l’ipotesi in cui l’accredito sul conto corrente di somme non superi il pregresso debito del correntista, ottenendone il ripianamento, concludono per l’inesistenza del mutuo e quindi dell’obbligo di restituzione, qualificando l’operazione in termini di pactum de non petendo. Tale ricostruzione non si attaglia alla fattispecie de qua ove gli appellanti hanno dedotto la nullità dell’operazione contrattuale per usurarietà (soggettiva), invalidità che comunque non deriverebbe dalla modifica contrattuale del termine di adempimento delle pregresse obbligazioni (cfr. Cass. Civ. n. 37654/21), ma dall’approfittamento delle condizioni di bisogno della debitrice nemmeno compiutamente allegate – come già rilevato dal primo giudice – in termini di difficoltà oggettiva di procurarsi condizioni migliori di finanziamento (v. pag. 10-11 sentenza impugnata).

Parimenti non riscontrabile l’applicazione di un tasso di mora usurario, indicato in contratto nella misura pari al tasso corrispettivo più cinque punti.

In disparte che nell’ordinanza istruttoria richiamata in sentenza era esclusa la sovrapposizione dei due tassi, neppure contestata dagli opposenti, i quali eccepivano il superamento del tasso soglia con riferimento all’entità del tasso moratorio così come quantificato, si deve anzitutto osservare che ancora dopo la pronuncia delle Sezioni Unite in

materia (v. 19597/20), che ha sancito la sottoposizione anche degli interessi di mora alla disciplina antiusura, il tasso di mora vada comunque distinto dal tasso corrispettivo previsto quale controprestazione dell'erogazione del denaro e non può essere sommato alle componenti di costo concernenti il regolare funzionamento del contratto, rappresentando il danno che nelle obbligazioni pecuniarie il creditore subisce a causa dell'inadempimento del debitore (v. pag. 18 sentenza cit.) ed essendo diretto a disciplinare l'ipotesi della patologia del rapporto (v. pag. 19: "Così come la legge, per gli interessi corrispettivi, ha introdotto la qualificazione oggettiva della fattispecie usuraria mediante il tasso soglia, del pari, per gli interessi moratori, l'identificazione dell'interesse usurario passa dal tasso medio statisticamente rilevato, in modo altrettanto oggettivo ed unitario, idoneo a limitare l'esigenza di misurarsi con valutazioni puramente discrezionali. Le rilevazioni della B.D. sulla maggiorazione media, prevista nei contratti del mercato a titolo di interesse moratorio, possono fondare la fissazione di un cd. tasso-soglia limite, che anche questi comprenda. La misura media dell'incremento, applicata sul mercato quanto agli interessi moratori, viene considerata dalla B.D. solo a fini statistici, opzione di metodo motivata con l'esigenza di non comprendere nella media operazioni con andamento anomalo ed evitare un innalzamento delle soglie, in potenziale danno della clientela (cfr. documento B.D. 3 luglio 2013). La conseguenza è che la clausola sugli interessi moratori si palesa usuraria, quando essa si ponga "fuori mercato", in quanto nettamente distante dalla media delle clausole analogamente stipulate. Orbene, il tasso rilevato dai d.m. a fini conoscitivi – sia pure di chiaramente in un lasso temporale a volte diverso dal trimestre, non sempre aggiornato a quello precedente (per i più recenti decreti, all'anno 2015) e rilevato a campione – può costituire l'utile indicazione oggettiva, idonea a determinare la soglia rilevante").

In applicazione dei principi espressi dalle Sezioni Unite e tenendo presente la maggiorazione media per gli interessi moratori, si deve concludere che il tasso di mora pattuito nel contratto (categoria altri finanziamenti), pari a 12,05% (7,05 + 5 punti) è inferiore, anche applicando l'aumento del 2,1, al tasso soglia stabilito *ratione temporis* per la categoria altri finanziamenti nella misura del 17,52%.

È infondata altresì la censura relativa alla validità delle fideiussioni.

Il tribunale non si pronunciava espressamente circa la (generica) allegazione della nullità delle garanzie prestate dagli opposenti, derivata dalla nullità del contratto di finanziamento; può tuttavia arguirsi un'implicita decisione dalla pronuncia di rigetto della questione principale, che nel presente grado rimane assorbito dal rigetto del motivo d'appello sull'obbligazione principale.

Per quanto riguarda l'eccezione di nullità della fideiussione, proponibile in ogni stato e grado stante la funzione di paralizzare la pretesa attrice, va rilevato che difetta nella specie qualsiasi allegazione circa l'intimazione del pagamento in applicazione delle clausole denunciate di contrasto con le disposizioni imperative della legge antitrust (v. da ultimo Cass. S.U. n. 41994/21 per la completa ricostruzione della fattispecie in termini di nullità parziale dei contratti a valle), non avendo i fideiussori dedotto di aver subito le deroghe illegittime alle disposizioni in materia di tutela della libera concorrenza sicché difettano di interesse ad ottenere una pronuncia al riguardo.

Il rigetto dell'appello assorbe le ulteriori questioni dedotte dall'appellata.

Gli appellanti devono essere condannati in solido alla rifusione in favore dell'appellata delle spese processuali, liquidate come in dispositivo al valore medio dello scaglione indeterminabile-complessità media.

Si deve dare atto della sussistenza dei presupposti di cui all'art. 13 c. 1 quater D.P.R. n. 115 del 2002.

P.Q.M. – La Corte, definitivamente pronunciando, disattesa ogni contraria domanda ed eccezione:

1) rigetta l'appello proposto da S.A., in proprio e quale legale rappresentante della C.F.A. s.a.s., S.L. e M.P. avverso la sentenza n. 927/20 del Tribunale di Sassari;

2) condanna gli appellanti in solido alla rifusione in favore dell'appellata delle spese processuali del grado, che liquida in Euro 8.066,00 per compensi, oltre quanto dovuto per legge.

Il contratto di mutuo tra funzione creditizia, scopo negoziale ed uso distorto

SOMMARIO: 1. Il caso – 2. Mutuo fondiario e mutuo di scopo: due species del genus ordinario – 3. La destinazione delle somme mutate – 4. L'uso distorto del mutuo per finalità solutorie – 5. L'immissione nella disponibilità giuridica delle somme mutate.

1. Il caso

Con sentenza la sentenza del 3 ottobre 2020, n. 927, il Tribunale di Sassari respingeva l'opposizione proposta avverso il decreto ingiuntivo n. 311 del 2017 – a titolo di debito residuo ed accessori del finanziamento chirografario – da parte dell'ingiunto che contestava, in primo luogo, il perfezionamento e la validità del contratto di mutuo destinato ad estinguere delle pregresse passività insistenti su dei conti correnti bancari intrattenuti con la banca mutuante e, in secondo luogo, l'applicazione di un tasso d'interesse convenzionale eccedente quello medio applicato. Avverso alle doglianze proposte dalla parte attrice, la banca convenuta rispondeva che il contratto di finanziamento prevedeva un tasso inferiore a quello soglia e che la banca aveva accreditato la somma mutuata sul conto corrente del mutuatario.

Il tribunale rilevava, infatti, che il contratto di finanziamento era stato correttamente determinato dal punto di vista dei soggetti, della causa ed anche da quello del tasso di interesse convenuto che risultava chiaramente individuabile, anche per *relationem*, e sotto la soglia usuraria. In merito alla prova del perfezionamento del mutuo, il tribunale rilevava l'avvenuto accredito sul conto della mutuataria, nulla importando che parte della somma mutuata era stata utilizzata per ripianare delle esposizioni debitorie pregresse nei confronti della stessa banca.

Avverso tale decisione la parte soccombente propone appello deducendo, tra le altre, l'errata valutazione e l'insufficiente motivazione degli atti di causa con specifico riferimento sia all'erroneo apprezzamento dei profili di usura che alla corretta qualificazione del contratto di finanziamento ed ai correlativi rimedi in caso di un uso distorto. La Corte d'Appello escludeva, da un lato e seguendo

pedissequamente il percorso argomentativo tracciato dalla Sentenza del 18 settembre 2020, n. 19597, delle Sezioni Unite della Cassazione, l'indeterminatezza dei tassi applicati ed il superamento del tasso soglia e, dall'altro, la natura di contratto di scopo, rifuggendo dalle argomentazioni dell'appellante dirette a dimostrare il perseguimento di una funzione economica distorta rispetto alla causa tipica del mutuo.

In questa sede, ciò che più interessa, lasciando da parte le questioni relative al tasso soglia in quanto già ampiamente trattata in dottrina dopo l'arresto degli Ermellini a seguito della sopracitata Cass. 19597 del 2020¹, è l'indagine relativa alla qualificazione – ed al suo possibile uso distorto – di un contratto concesso da un istituto bancario ed avente uno spiccato scopo creditizio, in cui la dazione finisce per estinguere un debito preesistente.

¹ Sull'ampio dibattito generato dalla Cass. Sez. Un. 18 settembre 2020, n. 19597, cfr.: V. ANTONINI, *Interessi moratori usurari e tutela del soggetto finanziato*, in *Giur. Comm.*, 2021, II, 1252 ss.; A. ASTONE, *Usurarietà sopravvenuta tra autonomia e controllo*, in *Rass. dir. civ.*, 2021, 1283 ss.; A. BARENGHI, *Mora usuraria e interessi corrispettivi: le Sezioni unite disinnescano il contenzioso*, in *Giur. it.*, 2021, 572 ss.; A. CINQUE e C.A. VALENZA, *Interessi moratori e usura. riflessioni a margine di Sass., Sez. Un., 18 settembre 2020, n. 19597*, in *Contr. Impr.*, 2021, 630 ss.; G. COLANGELO, *Le Sezioni Unite della Cassazione e la salvezza degli interessi moratori: il divorzio dalla matematica e la tutela del contraente forte*, in *Contratti*, 2021, 89 ss.; A. DIDONE, *Le Sezioni Unite e l'«usura degli interessi moratori». Spunti critici*, in questa *Rivista*, 2021, II, 107 ss.; P. DUVIA, *Usura e interessi di mora: la discutibile posizione assunta dalle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 456 ss.; L. MORISI, *Gli interessi moratori usurari al vaglio delle Sezioni unite*, in *Nuova giur. comm.*, 2021, I, 47 ss.; ID, *Usura e interessi di mora: in medio stat virtus?*, in *Contratti*, 2021, 113 ss.; F. PANI, *Usura ed interessi moratori: l'attesa decisione delle Sezioni Unite, 18 settembre 2020, n. 19597*, in *Vita notat.*, 2021, 663 ss.; B. PETRAZZINI, *Interessi moratori e usura: l'intervento delle Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 2021, 1395 ss.; F. PIRAINO, *Le Sezioni Unite su usura e interessi moratori: il fine non giustifica i mezzi*, in *Contratti*, 2021, 5 ss.; C. ROBUSTELLA, *Usura e mora: l'ultimo atto delle Sezioni Unite*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1066 ss.; U. SALANITRO, *Il disincanto del Giudice. Gli interessi moratori usurari nel prisma delle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 16 ss.; M. SCOTTO DI CARLO, *Le Sezioni Unite sull'applicazione della disciplina antiusura agli interessi moratori: luci e ombre*, in *Danno e resp.*, 2021, 207 ss.; R. FIORELLA, *Interessi moratori usurari: disciplina applicabile e interesse ad agire*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, II, 380 ss.; C. PERNICE, *Usura e interessi di mora: criteri di calcolo e procedimento di verifica*, in *Rass. dir. civ.*, 2022, 931 ss.; A. STILO, *Usura e interessi di mora: secondo le Sezioni Unite è questione di simmetria*, in *Contratti*, 2020, 647 ss.

2. *Mutuo fondiario e mutuo di scopo: due species del genus ordinario*

Prodromicamente alla perimetrazione della sottile linea di discriminazione tra le lecite finalità solutorie ed usi distorti, occorre prima di tutto qualificare il contratto di finanziamento chirografario oggetto della sentenza in commento. In via di prima approssimazione, muovendoci dal generale al particolare, risulta necessario ricordare che il mutuo, nella sua formulazione codicistica di cui all'art. 1813 c.c.², è definibile come un contratto reale³ e tipico avente funzione di prestito, mediante il quale il mutuante consegna (trasferisce) al mutuatario una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili. Il perfezionamento del contratto avviene mediante la *traditio rei*, vale a dire attraverso la consegna del denaro (o delle altre cose fungibili) che sono oggetto dello stesso, o con il conseguimento della giuridica disponibilità di questa da parte del mutuatario che, ex art. 1814 c.c., acquista, così, la proprietà delle cose mutate – di cui può disporre e godere in maniera piena ed esclusiva – e correlativamente si obbliga a restituire, non immediatamente ma entro un termine fissato dalle parti (in un'unica soluzione o ratealmente), non già le stesse cose, ma cose

² Sul mutuo ordinario, cfr.: G. GIAMPICCOLO, voce «*Mutuo*», in Enc. Dir., XXVII, Milano, 1977, 444 ss.; B. GARDELLA TEDESCHI, voce «*Mutuo (contratto di)*», in *Digesto civ.*, XI, Torino, 1994, p., 537 ss.; P.L. FAUSTI, *Il mutuo*, in *Trattato CNN diretto da Perlingieri*, Napoli, 2004, 7 ss.; M. DE POLI, *Il rapporto*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, V. CUFFARO (a cura di), Bologna, 2005, 33 ss.; P.M. VECCHI, *Il contratto*, 3 ss.; F. GIORNGIANNI e C.M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario*, Milano, 2005, 500 ss.; L. DI BONA, sub. *art. 1813*, in *Cod. civ. annotato* Perlingieri, IV, II, Napoli, 2010, 2031 ss.; M. TATARANO, *Il mutuo bancario tra sistema e prassi*, Napoli, 2012, 39 ss.; A. ORESTANO, *Il mutuo*, in *Trattato dei Contratti – Opere e servizi*, V. ROPPO (a cura di), IV, 2, Milano, 2014, 639 ss.; P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2021, 349 ss.; C. BRECCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, 3a ed., Bologna, 2020, 45 ss.; M. TATARANO, *Il mutuo bancario*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), Milano, 2021, 1133 ss.; G. MERCANTI, *Il contratto di mutuo*, Milano, 2022, 1 ss.; V. PICCININI, *Il mutuo*, in *Diritto bancario*, G. CRICENTI e F. GRECO (a cura di), Milano, 2023, 505 ss.; S. PIETROPAOLO, *Cenni storici ed evoluzione codicistica*, in *Mutuo e sistema delle tutele. Fasi del rapporto; tecnica e contenzioso*, G. CAPO, G. CASSANO e S. CHIODI (a cura di), Milano, 2020, 7 ss.; P. L. FAUSTI, *Mutuo*, Bologna, 2024, 1 ss.

³ Sul carattere reale del mutuo, in giurisprudenza, cfr.: Cass., 03 gennaio 2011, n. 14; Cass., 27 agosto 2015, n. 17194; Cass., 30 novembre 2021, n. 37654; Cass., 08, febbraio, 2023, n. 3841; Cass., 06 dicembre 2023, n. 34116; Cass., 10 giugno 2024, n. 16074; Cass., 12 giugno 2024, n. 16331.

della stessa specie e qualità (*tantundem eiusdem generis*) e, ex art. 1815, al pagamento degli interessi (c.d. mutuo oneroso, fatto salvo il diverso accordo tra le parti).

Al sopradetto istituto si è affiancato quello fondiario⁴ – in questo caso, con una spiccata funzione creditizia – avente ad oggetto una somma di denaro erogata da un'impresa bancaria: *species* del *genus* del mutuo codicistico, il mutuo fondiario è disciplinato, non solo, dal codice civile ma anche dagli artt. 38 ss. del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (TUB). Il contratto di mutuo fondiario è un negozio, senza la destinazione della somma mutuata (come nel caso del mutuo di scopo⁵ o di quello edilizio⁶), caratterizzato dalla presenza di due ulteriori requisiti strutturali necessari e contestuali, oltre a quelli soggettivi appena richiamati, vale a dire da un finanziamento a medio-lungo

⁴ Sul mutuo fondiario, cfr.: M. SEPE, sub. art. 38, in *Comm. t.u.b Capriglione*, I, Padova, 2018, 414 ss.; A. PISAPIA, *Mutuo fondiario, estinzione di un precedente debito e revoca della garanzia ipotecaria*, in *Contratti*, 2019, 298 ss.; A. ALIOTTA, *Il recupero del credito fondiario, tra esenzione individuale e concorsuale*, in *Riv. esec. forz.*, 2022, 217 ss.; P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, cit., 349 ss.; M. TATARANO, *Il mutuo bancario*, cit., 1133 ss.; M. TATARANO, *Mutuo di scopo e mutuo fondiario tra patologie e rimedi*, Napoli, 2022, 30 ss.; G. MERCANTI, *Il contratto di mutuo*, Milano, 2022, 40 ss.; S. PIETROPAOLO, *Tipologie di mutui bancari*, in *Mutuo e sistema delle tutele. Fasi del rapporto; tecnica e contenzioso*, G. CAPO, G. CASSANO e S. CHIODI (a cura di), Milano, 2020, 25 ss.; V. PICCININI, *Il mutuo*, in *Diritto bancario*, G. CRICENTI e F. GRECO (a cura di), Milano, 2023, 523 ss.; F. VISMARA, *Contratto di mutuo fondiario ed estinzione di preesistente obbligazione*, in *Contratti*, 2023, 228 ss.; P. L. FAUSTI, *Mutuo*, cit., 146 ss.; T. MAUCERI, *Mutuo fondiario e violazione di norme imperative*, Napoli, 2024, 13 ss.

⁵ Sull'assenza dello scopo negoziale all'interno del mutuo fondiario, cfr.: Cass. 26 marzo 2012, n. 4792; Cass. 27 dicembre 2013, n. 28662 con nota di G. D'AMICO, *Sull'ambito di applicazione della disciplina del credito fondiario*, in *Contratti*, 2014, 439 ss. e di S. PAGLIANTINI, *La logica (illogica) dell'art. 38 TUB ed il canone (mobile) della Cassazione*, in *Contratti*, 2014, 439 ss.; Cass. 20 aprile 2007, n. 9511; Cass. 11 gennaio 2001, n. 317, con nota di D. PLENTEDA, *Natura del contratto di mutuo fondiario*, in *Fall.*, 2001, 1214 ss., di M. SANTA MARIA, *La valutazione dell'intenzione delle parti nella qualificazione del contratto quale mutuo di scopo*, in *Contratti*, 2001, 466 ss. e di A.V. GUCCIONE, *La «fattispecie» del mutuo di scopo nella giurisprudenza*, in *Giur. it.*, 2002, 305 ss.

⁶ Il mutuo edilizio, cfr.: Cass., 01 settembre 1995, n. 9219; Cass., 08 aprile 2009, n. 8564, con nota di M. FERRO, *Mutuo edilizio di scopo: nullità ed opponibilità al sopravvenuto fallimento della società mutuataria*, in *Fall.*, 2009, 664 ss.; Cass., 27 dicembre 2013, n. 28662.

termine⁷ il cui rischio di rientro di quanto erogato viene garantito da ipoteca di primo grado su un immobile⁸.

⁷ Dalla lettera della delibera CICR del 22 aprile 1995 sulle *norme in materia di credito fondiario in attuazione dell'art. 38, comma 2, del T.U. bancario*, l'importo finanziato mediante mutuo fondiario non può (*rectius*, poteva) generalmente superare l'80% del valore dei beni ipotecati, salvo il raggiungimento del 100% qualora vengano prestate ulteriori garanzie. Con la sentenza delle SS.UU. del 16 novembre 2022, n. 33719 (con nota di M. ANELLINO, *La pronuncia delle Sezioni Unite "salva" i mutui fondiari concessi oltre i limiti di finanziabilità*, in *Dir. banc. fin.*, 2023, I, 112 ss., di R. BENCINI, *Le SS.UU. escludono la nullità e la riqualificazione del mutuo fondiario concesso oltre il limite di finanziabilità*, in *Diritto e giustizia*, 2022, 8 ss., di S. PAGLIANTINI, *La validità secca del mutuo fondiario sovrafinanziato: un the end (più) agro (che) dolce*, in *Giur. it.*, 2023, 527 ss., di F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*, in *Contratti*, 2023, 154 ss. e di U. SALANITRO, *Dopo le Sezioni Unite, quale disciplina per il credito fondiario eccedente il limite di finanziabilità?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 323 ss.) la Cassazione ha ritenuto che il limite di finanziabilità non è un elemento essenziale del contratto ma di un elemento integrativo e, pertanto, il suo superamento non può determinare la nullità del negozio. Sui limiti di finanziabilità del mutuo fondiario, cfr.: A.A. DOLMETTA, *Credito fondiario e limite di finanziabilità. Critica della sentenza di Cass. n. 26672/2013*, in *Vita notar.*, 2014, 66 ss.; F. MACARIO, *Mutuo fondiario e superamento del limite di finanziabilità*, in *Contratti*, 2023, 5 ss.; S. PAGLIANTINI, *Mutuo fondiario e limite di finanziabilità: a passo di gambero*, in *Nuova giur. comm.*, 2023, II, 407 ss.

⁸ Cfr.: Cass., 10 febbraio 2020, n. 3024.

Le parti, però, possono anche decidere di concludere un contratto di mutuo consensuale ed atipico⁹ come nel caso di quello di scopo¹⁰

⁹ Il dibattito sulla rispondenza del mutuo di scopo al modello codicistico o sulla sua qualificazione come fattispecie contrattuale autonoma, sulla consensualità o realtà, ha diviso in passato dottrina e giurisprudenza: una teoria più tradizionale riconosceva la preminenza del modello contrattuale tipizzato dal codice civile all'interno del mutuo di scopo che veniva meglio specificato attraverso l'inserimento di una clausola di destinazione che, comunque, rimaneva servente rispetto al negozio principale; una teoria più innovativa, viceversa, emancipa la figura del mutuo di scopo da quella di cui all'art. 1813 ss. c.c. in quanto la clausola di destinazione assurge a requisito fondamentale e qualificato del negozio. Sul punto si veda in dottrina, cfr.: G. GIAMPICCOLO, *op. cit.*, 458; A. ZIMATORE, *Il mutuo di scopo. Problemi generali*, Padova, 1985, 110; D. LA ROCCA, *Il mutuo di scopo*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, V. CUFFARO (a cura di), Bologna, 2005, 177 ss. G. DINACCI, *Mutuo di scopo*, in *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, S. PAGLIANTINI e D. GIAMPIERO (a cura di), in *Tratt. dir. eco. Picozza-Gabrielli*, VII, Padova, 2009, 112. In giurisprudenza, sulla consensualità, onerosità ed atipicità del contratto di mutuo di scopo, cfr.: Cass. 11 gennaio 2001, n. 317; Cass. 26 marzo 2002, n. 4327; Cass. 19 maggio 2003, n. 7773 con nota di N. MONTICELLI, *Contratto di finanziamento e rischio di cambio: il difficile equilibrio degli interessi contrapposti*, in *Contratti*, 2003, 1131 ss. e di V. GIORGI, *In tema di trasferimento del rischio di cambio inerente ad una somma di denaro oggetto di mutuo di scopo*, in *Contratti*, 2003, 1139 ss.; Cass. 9 maggio 2007, n. 10569; Cass. 3 dicembre 2007, n. 25180 con nota di T. AGGIO, *Sul mutuo di scopo convenzionale*, in *Riv. not.*, 2009, II, 445 ss., di D. FARACE, *Incertezze giurisprudenziali sulla consensualità del mutuo di scopo*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, p.163 ss., di G. GENNARI, *Mutuo*, in *Obbl. contr.*, 2008, 365 ss., di L. MARTONE, *Mutuo di scopo ed apertura di credito*, in *Contratti*, 2008, 561 ss. e di L. RUGGERI, *Il mutuo di scopo: una conferma dalla Cassazione*, in *Vita notar.*, 2008, 161 ss.; Cass. 30 marzo 2015, n. 6395, con nota di J. WILES, *Il mutuo di scopo edilizio e l'impossibilità ab origine di realizzazione dello scopo legale: quali conseguenze*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, I, 795 ss.

¹⁰ Sul mutuo di scopo, cfr.: R. PERCHINUNNO, *Funzione creditizia e fine convenzionale. Contributo allo studio del mutuo di scopo*, Napoli, 1988, 55 ss.; A. ZIMATORE, *op. cit.*, 120 ss.; S. MAZZAMUTO, voce «*Il mutuo di scopo*», in *Enc. giur.*, XX, Roma, 1990, 1 ss.; M. RISPOLI FARINA, voce «*Mutuo di scopo*», in *Digesto civ.*, XI, Torino, 1994, 558 ss.; P.L. FAUSTI, *Il mutuo*, cit., *op. cit.*, 257 ss.; D. LA ROCCA, *op. cit.*, 177 ss.; R. TETI, *I mutui di scopo*, in *Trattato Rescigno*, XII, Torino, 2007, 649 ss.; G. DINACCI, *op. cit.*, 99 ss.; E. IORIO, *Il mutuo di scopo*, in *Il mutuo nella giurisprudenza*, V. FRATTAROLO e E. IORIO (a cura di), Milano, 2009, 263 ss.; M. TATARANO, *Il mutuo bancario*, cit., 31 ss.; M.C. PERCHINUNNO, *Il mutuo di scopo*, in *Le operazioni di finanziamento*, F. GALGANO (a cura di), Bologna, 2016, 142 ss.; L. BALESTRA, *Il mutuo di scopo tra «arricchimento» degli interessi perseguiti e deviazioni del modello codicistico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, 1133 ss.; S. PIETROPAOLO, *Il mutuo di scopo*, in *Mutuo e sistema delle tutele. Fasi del rapporto*;

convenzionale¹¹: in questo caso le parti stesse possono stabilire all'interno del regolamento contrattuale, inserendovi una clausola di destinazione avente ad oggetto una prestazione di *facere in rem propriam* a carattere sinallagmatico¹², stringenti modalità d'impiego delle somme mutate (od anche beni mutuati) e la loro consegna assume rilevanza solo dal punto di vista esecutivo del negozio e del corretto adempimento dell'obbligazione in capo al mutuante¹³.

Il contratto oggetto della presente analisi, trattandosi di un finanziamento chirografario – la cui peculiarità distintiva risiede nell'assenza di un vincolo reale o privilegiato a garanzia del creditore, che non potrà che fare affidamento sulla generale solvibilità del

tecnica e contenzioso, G. CAPO, G. CASSANO e S. CHIODI (a cura di), Milano, 2020, 45 ss.; F. SARTORI, *Qualificazione del mutuo fondiario come mutuo di scopo. Sequestro conservativo transfrontaliero su conti bancari e la disciplina di raccordo*, in *Dirigenza bancaria*, 2020, 38 ss.; F. DELLA ROCCA, *Mutuo di scopo e nuove tecnologie*, Napoli, 2022, 15 ss.; M. TATARANO, *Mutuo di scopo*, cit., Napoli, 2022, 9 ss.; V. PICCININI, *Il mutuo*, in *Diritto bancario*, G. CRICENTI e F. GRECO (a cura di), Milano, 2023, 517 ss.; S. MAZZAMUTO, *Il mutuo di scopo: quarant'anni dopo. Uno studio in memoria di Remigio Perchinunno*, Napoli, 2024, 5 ss.

¹¹ Si segnala, al fianco del convenzionale, la presenza del mutuo di scopo legale, connotato dalla determinazione del vincolo delle somme mutuale *ex lege* (vincolo etero-imposto), e non lasciato alla libera determinazione delle parti, e da uno spiccata connotazione pubblicistica dell'istituto.

¹² Secondo la Cass. 25 gennaio 2021, n. 1517 (con nota di M. FERRO, *Mutuo ipotecario di scopo convenzionale ad estinzione di debito pregresso e pactum de non petendo ad tempus*, in *Fall.*, 2021, 309 ss. e di C. LOMBARDO, *Mutuo di scopo convenzionale - Estinzione debiti preesistenti tra le parti – Utilizzo strumentale?*, in *Giur. it.*, 2021, 1883 ss.) «nel caso di mutuo di scopo convenzionale, il punto del necessario rispetto della destinazione delle somme erogate all'effettivo conseguimento dello scopo prefissato è assicurato sul piano dello svolgimento del sinallagma funzionale del rapporto, con la conseguenza che all'inadempimento del mutuatario seguirà la risoluzione del relativo contratto».

¹³ Storicamente, una prima definizione di mutuo di scopo può essere ricercata nella Cass. 10 giugno 1981, n. 3752, secondo la cui massima (in *Giur. it.* 1981, I, 1, 1242) «i contratti di mutuo di scopo o di destinazione si diversificano dallo schema tipico dei contratti di mutuo oltreché per il modo di perfezionamento, in quanto hanno natura consensuale e non reale, altresì sotto il profilo strutturale, perché il sovvenuto non si obbliga solo a restituire la somma mutuata e a corrispondere ai relativi interessi, ma anche a realizzare lo scopo previsto compiendo gli atti o svolgendo l'attività in concreto programmata; e sotto il profilo causale, giacché nel sinallagma contrattuale quest'ultima prestazione, ancor più di quella degli interessi, assume rilievo corrispettivo dell'attribuzione della somma».

debitore o dei suoi fideiussori ove presenti, essendo l'obbligazione del mutuatario garantita unicamente dalla sua responsabilità patrimoniale generale – non potrà palesemente esser ricondotto, benché in presenza di un consistente finanziamento a medio-lungo termine erogato da parte di un istituto bancario, nell'alveolo di quello fondiario, stante l'assenza del requisito fondamentale della garanzia reale prestata dal mutuatario. V'è a questo punto da chiedersi se, all'interno del negozio analizzato, sia possibile rintracciare un collegamento negoziale quale *condicio sine qua non* per aversi l'ultima fattispecie citata, vale a dire quella di scopo.

3. La destinazione delle somme mutate

Se nel codicistico contratto di mutuo, l'effettiva destinazione della somma mutuata rientra nella sfera della libertà del mutuatario, nei motivi tendenzialmente irrilevanti che spingono le parti a contrarre tale negozio e che nulla permeano la causa del contratto di mutuo, nel caso di quello di scopo, all'obbligazione di restituzione il *tantundem* e degli interessi, vi si aggiunge un'ulteriore obbligazione in capo al mutuatario che è quella di vincolare l'impiego delle somme mutate (e, pertanto, limitare la libera disposizione e godimento¹⁴) al perseguimento di una specifica finalità (possibile e realizzabile), di uno specifico interesse (immediato o mediato, diretto od indiretto), necessariamente ed imprescindibilmente comune tanto al mutuante quanto al mutuatario¹⁵.

¹⁴ Si segnala che tale vincolo di destinazione e la correlativa limitazione della disposizione e godimento della somma mutuata può giungere sia a giustificare l'ingerenza, il potere-dovere di controllo, del mutuante nella sfera del mutuatario così da verificare il corretto soddisfacimento degli interessi mutualmente condivisi tra le parti (cfr.: Cass., 21 dicembre 1990, n. 12123) che la corresponsione del finanziamento sulla base dello stato di avanzamento dello scopo prefissato.

¹⁵ In giurisprudenza, sull'interesse comune quale requisito fondamentale per la conclusione del mutuo di scopo che si riverbera sull'assetto causale del contratto, cfr.: Cass. 24 gennaio 2012, n. 943; Cass. 15 marzo 2022, n. 8382 con nota di V. TAMPANO, *Mutuo di scopo convenzionale: profili strutturali e tratti distintivi rispetto al mutuo codicistico*, in *Contratti*, 2022, 515 ss.; Cass., 5 giugno 2024, n. 15695. Così come rilevato nella Cass. 14 aprile 2021, n. 9838 (con nota di V. DE GIORGIO, *Il mutuo di scopo convenzionale: il rilievo strutturale e funzionale della clausola di destinazione e gli interessi in gioco*, in *Giur. Comm.*, 2022, II, 1322 ss.) «in tutti i casi in cui sia dedotta l'esistenza di un mutuo di scopo convenzionale, è pur sempre necessario che la clausola di destinazione della somma mutuata, incidendo sulla causa del contratto, finisca per coinvolgere direttamente anche l'interesse dell'istituto finanziatore; nel

Lo scopo perseguito necessariamente da entrambe parti, e non quello perseguito da una sola di esse, non è più un mero motivo rientrante nella sola sfera privata di una di esse, ma entra a far parte, a pieno titolo e grazie all’inserimento della clausola pattizia di destinazione, dello schema della causa concreta del contratto di mutuo caratterizzando ulteriormente le obbligazioni in capo al mutuatario¹⁶. Quest’ultima,

sensu che, qualora — invece — venga prevista nel contratto di finanziamento una destinazione delle somme erogate nell’interesse del mutuatario, si realizzerebbe una mera esteriorizzazione dei motivi del negozio, di per sé non comportante una modifica del tipo contrattuale; in tale eventualità, pertanto, non si potrebbe parlare di mutuo di scopo (sebbene uno scopo, in senso lato, vi sia ovviamente per il sovvenuto), poiché la mera indicazione dei motivi, non accompagnata da un programma contrattuale teso alla loro realizzazione, non è di per sé idonea a modificare il tipo negoziale. Pertanto, per distinguere l’un tipo dall’altro, ove manchi un interesse del mutuante allo scopo, sul mutuatario non grava uno specifico obbligo di destinazione delle somme erogate; la qualificazione in termini di mutuo di scopo si può, invece, affermare quando sia rinvenibile un obbligo specifico del mutuatario nei confronti del mutuante, in ragione dell’interesse di quest’ultimo — diretto o indiretto — alla specifica modalità di utilizzazione delle somme per un determinato scopo; negli altri casi, l’inosservanza della destinazione indicata in contratto non rileva ai fini della validità o meno del contratto stesso».

¹⁶ Sulla causa concreta, cfr.: V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 957 ss.; C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 253 ss.; MARTINO, *La causa in concreto nella giurisprudenza: recenti itinerari di un nuovo idolum fori*, in *Corr. giur.*, 2013, 1441 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *La causa concreta: una proposta dottrinale di successo*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 588 ss.; A. DAVIDE, *La funzione ermeneutica della causa concreta del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 37 ss. Secondo quanto rilevato dalla Cass. 4 marzo 2020, n. 20552 (con nota di E. BRUNO, *Mutuo di scopo: nullo se non è rispettata la causa*, in *Diritto e giustizia*, 2020, 7 ss.) «il mutuo di scopo risponde alla funzione di procurare al mutuatario i mezzi economici destinati al raggiungimento di una determinata finalità, comune al finanziatore, la quale, integrando la struttura del negozio, ne amplia la causa rispetto alla sua normale consistenza, sia in relazione al profilo strutturale, perché il mutuatario non si obbliga solo a restituire la somma mutuata e a corrispondere gli interessi, ma anche a realizzare lo scopo concordato, mediante l’attuazione in concreto del programma negoziale, sia in relazione al profilo funzionale, perché nel sinallagma assume rilievo essenziale proprio l’impegno del mutuatario a realizzare la prestazione attuativa». Similmente anche: Cass. 22 dicembre 2015, n. 25793; Cass. 18 giugno 2018, n. 15929, con nota di E.R. MASCOLO, *L’inosservanza della destinazione delle somme nel mutuo di scopo: quali conseguenze?*, in *Riv. not.*, 2020, I, 493 ss.

infatti, è un elemento essenziale del mutuo di scopo¹⁷ e, pertanto, da un lato, non può essere assolutamente qualificata come un elemento accidentale o accessorio del contratto e, dall'altro, legittima l'azione di nullità qualora: le somme fossero state distratte per un altro scopo o lo scopo originario non fosse stato realizzato¹⁸; le somme fossero state distratte in forza di un patto elusivo stipulato tra mutuante e mutuatario¹⁹; lo scopo fosse originariamente impossibile²⁰.

Dalla lettera dell'appello in commento, non si può che convenire sulla mancanza del collegamento negoziale e sulla correlativa assenza di tale elemento caratterizzante il mutuo di scopo, stante il non

¹⁷ Secondo la Cass. del 23 marzo 2022, n. 9475, in materia di contratto di mutuo per estinguere passività pregresse di un conto corrente, «*affinché possa configurarsi un collegamento negoziale in senso tecnico non è sufficiente un nesso occasionale tra i negozi, ma è necessario che il collegamento dipenda dalla genesi stessa del rapporto, dalla circostanza cioè che uno dei due negozi trovi la propria causa (e non il semplice motivo) nell'altro, nonché dall'intento specifico e particolare delle parti di coordinare i due negozi, instaurando tra di essi una connessione teleologica, soltanto se la volontà di collegamento si sia obiettivamente nel contenuto dei diversi negozi potendosi ritenere che entrambi o uno di essi, secondo la reale intenzione dei contraenti, siano destinati a subire le ripercussioni delle vicende dell'altro*».

¹⁸ Cfr.: Cass. 9 febbraio 2015, n. 2409; Cass. 22 dicembre 2015, n. 25795; Cass. 19 ottobre 2017, n. 24699, con nota di E. BRIGANTI, *Mutuo di scopo*, in *Notariato*, 2017, 643 ss. e di M. RENNA, *Il mutuo di scopo convenzionale: elementi strutturali e funzionali*, in *Contratti*, 2018, 417 ss.; Cass. 27 dicembre 2019, n. 34535; Cass. 29 settembre 2020, n. 20552. Cfr. anche: M. SANNINO, *In tema di nullità del mutuo di scopo*, in *Studi e materiali*, 2022, 37 ss.; M. ZICCARDI, *Mutuo di scopo e mancata realizzazione del fine stabilito. Questioni applicative e profili rimediali*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, 589 ss.

¹⁹ Secondo quanto rilevato a V. TIMPANO (in *op. cit.*, 522) «*ove si tratti di mutuo di scopo legale con contestuale stipulazione del patto di distrazione, la giurisprudenza, avuto anche riguardo all'interesse di natura pubblicistica sotteso all'operazione di credito, propende per la nullità del contratto. [...] Quando, invece, il patto di distrazione è successivo alla stipulazione del mutuo di scopo legale, la giurisprudenza è concorde nel riconoscere la nullità del patto per contrarietà alla norma imperativa, senza però estendere la nullità al contratto di mutuo che resterebbe valido. [...] Nel mutuo di scopo convenzionale la situazione si presenta in termini diversi. [...] La stipulazione, contestuale al mutuo di scopo, del patto di distrazione, sebbene comporti una chiara deviazione dalla finalità contrattualmente concordata, dovrebbe dar luogo non tanto alla nullità del contratto per difetto di causa, quanto piuttosto ad un fenomeno simulatorio*». In giurisprudenza, cfr.: Cass. 11 gennaio 2001, n. 317; Cass. 19 ottobre 2017, n. 24699.

²⁰ Cfr.: Cass. 30 marzo 2015, n. 6395.

inserimento di una clausola pattizia di destinazione all'interno dello schema negoziale che avrebbe potuto (e dovuta essere) espressione di un interesse assorbente e comune ad entrambe le parti, diretta a vincolare l'impiego delle somme mutate verso il risanamento di un'esposizione debitoria, insistente su di un contratto in essere di conto corrente, nei confronti del medesimo istituto. Le motivazioni sottese alla conclusione del predetto negozio sono, pertanto, rimaste relegate nell'ambito dell'irrilevanza senza riuscire ad assurgere, nella libertà pattizia, ad incidere sulla causa concreta del contratto di mutuo.

4. *L'uso distorto del mutuo per finalità solutorie*

Benché la finalità solutoria non sia in contrasto con la causa del contratto di mutuo, nella prassi contrattuale bancaria tale negozio è stato sovente utilizzato, nel solo vantaggio ed interesse dell'istituto di credito, per estinguere le preesistenti passività del soggetto nei confronti del medesimo istituto di credito, col precipuo intento di trasformare un credito chirografario in ipotecario²¹.

Più in generale, nel mutuo fondiario, preso in valore assoluto, stipulato per sanare l'esposizione debitoria (latamente intesa) – vista l'irrilevanza dei motivi che hanno spinto le parti a concludere il contratto e l'assenza di uno specifico vincolo di destinazione delle somme mutate – l'impiego delle somme per tal fine mutate è valido

²¹ Cfr.: P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, cit., 369 ss. Secondo quanto rilevato dalla Cass. 12 settembre 2014, n. 19282, (con nota di P. BONTEMPI, *Valido il mutuo fondiario per estinguere debiti pregressi del mutuatario verso la banca mutuante*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 752 ss.) in «riferimento alla disciplina prevista dall'art. 38 del T.U.B. di cui al D.Lgs. n. 385 del 1993, [...] come già affermato in altri precedenti, il mutuo fondiario non è mutuo di scopo, non risultando per la relativa validità previsto che la somma erogata dall'istituto mutuante debba essere necessariamente destinata ad una specifica finalità che il mutuatario sia tenuto a perseguire. [...] Ed invero, essendo il contratto di credito fondiario connotato dalla concessione, da parte di banche, di finanziamenti a medio e lungo termine garantiti da ipoteca di primo grado su immobili, lo scopo del finanziamento non entra nella causa del contratto; [...] laddove, invece, nel mutuo di scopo, legale o convenzionale, la destinazione delle somme mutate è parte inscindibile del regolamento di interessi e l'impegno assunto dal mutuatario ha rilevanza corrispettiva nell'attribuzione della somma, quindi rilievo causale nell'economia del contratto. Pertanto, è lecito il contratto di mutuo fondiario stipulato dal mutuatario, ai sensi del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, art. 38, per sanare debiti pregressi verso la banca mutuante».

ed efficace, essendo i motivi del mutuatario leciti, e la causa non risulta essere contraria a norme imperative, all'ordine pubblico o al buon costume²².

Problematico, viceversa, è il caso in cui il contratto sia stato stipulato per trasformare un credito chirografario in ipotecario, visto il possibile e grave nocumento che tale operazione può arrecare nei confronti dei terzi creditori a fronte dei particolari benefici per l'istituto di credito stante il consolidamento del privilegio dell'ipoteca decorsi 10 giorni²³.

²² Secondo quanto rilevato dalla Cass. 25 luglio 2022, n. 23149, «pacifico è, in particolare, che: il mutuo solutorio non è nullo, perché “il ripianamento della passività costituisce in definitiva una possibile modalità di impiego dell'importo mutuato” (Ordinanza n. 37654 del 30/11/2021, Rv. 663324 - 01); deve ritenersi “superato il precedente indirizzo” secondo cui il mutuo solutorio è un contratto simulato oppure illecito; “il ricorso al credito come mezzo di ristrutturazione del debito è previsto dalla stessa normativa vigente, che a mezzo degli artt. 182-bis e 182-quater della legge fall.” (Ordinanza n. 4694 del 22/02/2021, Rv. 660570 - 01); il negozio lesivo dei diritti o delle aspettative dei creditori non può considerarsi di per sé illecito dal momento che, a tutela di chi risulti danneggiato da tale atto negoziale, l'ordinamento appresta rimedi speciali e la sanzione dell'inefficacia (cfr. Cass., 31/10/2014, n. 23158; Cass., 11/10/2013, n. 23158; Cass., 4/10/2010, n. 20576); la violazione di una norma imperativa non dà luogo necessariamente alla nullità del contratto (Ordinanza n. 4694 del 22/02/2021, Rv. 660570 - 01); il perfezionamento del contratto di mutuo, con la consequenziale nascita dell'obbligo di restituzione a carico del mutuatario, si verifica nel momento in cui la somma mutuata, ancorché non consegnata materialmente, sia posta nella disponibilità del mutuatario medesimo, non rilevando, a detto fine, che il contratto abbia le caratteristiche del mutuo cd. di scopo, nel quale sia previsto l'obbligo di utilizzare quella somma ad estinzione di altra posizione debitoria verso il mutuante. (Sentenza n. 1945 del 08/03/1999, Rv. 523924 - 01)». Similmente anche: Cass. 16 gennaio 2023, n. 1147 con nota di S. BONFATTI, *Superamento del “limite di finanziabilità” nel mutuo fondiario (e destinazione del finanziamento alla estinzione di passività pregresse)*, in *Fall.*, 2023, 327 ss.; Cass. 16 gennaio 2023, n. 2176 con nota di S. BONFATTI, *La disciplina del mutuo fondiario erogato per la estinzione di passività pregresse*, in *Fall.*, 2023, 481 ss.; Cass. 23 maggio 2023, n. 14214; Cass. 13 novembre 2023, n. 31560. Sul mutuo solutorio, tra tutti, cfr.: E. BACCIARDI, *Mutuo solutorio e causa concreta del contratto*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, II, 924 ss.

²³ La consolidata giurisprudenza della Corte di Cassazione (Cass., 09 ottobre 2012, n. 17200; Cass., 15 ottobre 2012, n. 17650; Cass., 02 ottobre 2015, n. 19710; Cass., 29 febbraio 2016, n. 3955; Cass., 21 febbraio 2018, n. 4202; Cass., 13 marzo 2018, n. 6094; Cass., 25 luglio 2018, n. 19746; Cass., 22 febbraio 2021, n. 4694, con nota di F. COMMISSO, *La cassazione torna sul tema della impugnabilità dei contratti in frode ai creditori, ed in particolare sulla revocabilità dell'utilizzo “anomalo” dei mutui fondiari*, in *Fall.*, 2021, 926 ss.; Cass., 26 luglio 2023, n. 22563) qualifica come atto

Sul punto «*la Suprema Corte ha chiarito che oggetto di censura [...] non può essere la sola garanzia ipotecaria, ma deve essere anche il contratto di mutuo fondiario: alla declaratoria d'inefficacia del negozio di finanziamento consegue infatti la caducazione della relativa, accessoria, garanzia ipotecaria e quindi la reviviscenza dell'originario credito chirografario estinto mediante l'utilizzo delle somme mutuate*»²⁴.

Nel caso di specie, vista la presenza del ricordato finanziamento di tipo chirografario e non essendosi realizzata nessuna trasformazione in credito ipotecario e, pertanto, non essendo stata rafforzata la posizione creditoria dell'istituto di credito con il relativo non nocumento delle possibili pretese dei terzi creditori, appare condivisibile la posizione della Corte d'Appello che non ravvede un uso distorto del contratto di mutuo.

5. *L'immissione nella disponibilità giuridica delle somme mutuate*

Non appare neppure pregevole, come rilevato dalla Corte, la doglianza mossa da parte degli appellanti relativa, non tanto, alla materiale consegna della somma mutuata sul conto corrente, quanto alla non effettiva disponibilità della somma mutuata. Bisogna ricordare che solo attraverso la consegna si perfeziona il contratto di mutuo realizzandosi la *traditio* del bene mutuato, quale oggetto del contratto,

anormalmente solutorio l'operazione con cui un mutuo viene erogato con contestuale concessione di garanzia ipotecaria, laddove esso sia finalizzato al ripianamento di debiti preesistenti, in quanto in contrasto con i principi di *par condicio creditorum*. L'anomalia risiede nella destinazione delle somme erogate, che, lungi dall'incrementare la capacità finanziaria del mutuatario, si limitano a ristrutturare passività preesistenti, a fluire immediatamente nelle casse della banca mutuante o di altri creditori privilegiati, configurandosi come una rimessa indiretta volta a soddisfare debiti già esistenti, e quindi suscettibile di revoca ai sensi dell'art. 67, l.fall.

²⁴ P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, cit., 573. In giurisprudenza, cfr.: Cass. 15 ottobre 2012, n. 17650; Cass. 28 gennaio 2013, n. 1807; Cass. 18 aprile 2013, n. 9482; Cass. 29 febbraio 2016, n. 3955; Cass. 21 febbraio 2018, n. 4202; Cass. 25 luglio 2018, n. 19746; Cass. 10 febbraio 2020, n. 3024 con nota di G. BOMBAGLIO, *La necessaria contestualità dell'iscrizione ipotecaria nelle operazioni di credito fondiario e (in difetto) la disapplicazione dei vantaggi disciplinari*, in *Contratti*, 2020, 547 ss. e di G. SALVI, *Mutuo fondiario – La Cassazione boccia ancora l'utilizzo fraudolento del mutuo fondiario ad estinzione di debiti pregressi*, in *Giur. it.*, 2021, 1071 ss.; Cass. 22 febbraio 2021, n. 4694.

che può avvenire o consegnando la cosa (*brevi manu*, simbolica...) oppure ponendola nella disponibilità giuridica del mutuatario (accreditando la somma nel conto corrente o su libretto postale del mutuatario). Con particolare riferimento alla natura reale del contratto di mutuo – e, quindi, all’imprescindibile *traditio rei* – la giurisprudenza non ha mancato di censurare l’operazione, definita come meramente *contabile*, ad opera dell’istituto bancario che ha estinto la preesistente esposizione debitoria del cliente facendogli concludere un contratto di mutuo fondiario senza, però, avergli consegnato la somma mutuata. Si deve, però, segnalare che: da un lato, la *traditio* della disponibilità delle somme mutate può essere raggiunta anche attraverso forme più o meno evanescenti, essendo richiesta l’uscita della somma dal patrimonio del mutuante e l’immissione nella disponibilità giuridica, e non anche quella fisica, delle stesse in mano al mutuatario²⁵; dall’altro, «*l’accredito su conto corrente con saldo passivo [... realizza ...] la traditio della somma mutuata, in quanto il ripianamento (totale o parziale) dell’esposizione debitoria verso la banca [... è ...] l’effetto voluto ex ante da entrambe le parti. [...] Laddove, viceversa, non risulti che quest’effetto solutorio sia voluto, o risulti che esso sia voluto dalla sola banca mutuante, non potrà ravvisarsi alcun trasferimento di disponibilità giuridica della somma mutuata in capo al mutuatario, per la semplice ragione che essa non è mai uscita dalla sfera di*

²⁵ Cfr.: V. SANGIOVANNI, *Brevi note sull’erogazione del danaro nel mutuo*, in *Corr. giur.*, 2012, 135 ss. In giurisprudenza la Cass. 23 febbraio 2023, n. 5654, segnala che «*in un contesto come quello attuale di progressiva dematerializzazione dei valori mobiliari e loro sostituzione con annotazioni contabili, la consegna o traditio della somma è da intendersi, non esclusivamente quale trasferimento materiale e fisico di denaro nelle mani del mutuatario, ma anche quale trasmissione della disponibilità giuridica delle somme mutate, sussistente oltre che nel caso in cui il mutuante crei un autonomo titolo di disponibilità in favore del mutuatario, in guisa tale da determinare l’uscita della somma dal proprio patrimonio e l’acquisizione della medesima al patrimonio del mutuatario*». Similmente anche: Cass. 05 luglio 2001, n. 9074; Cass. 28 agosto 2004, n. 17211; Cass. 03 gennaio 2011, n. 14; Cass. 30 novembre 2011, n. 25569; Cass. 27 agosto 2015, n. 17194; Cass. 27 ottobre 2017, n. 25632; Cass. 22 luglio 2019, n. 19654 con nota di T. MAUCERI, *Realità del mutuo e oneri probatori nei confronti del fallimento del mutuatario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 164 ss.; Cass., 08 aprile 2020, n. 7740; Cass. 18 gennaio 2021, n. 724; Cass. 22 novembre 2021, n. 35959; Cass. 30 novembre 2021, n. 37654; Cass. 22 marzo 2022, n. 9229; Cass. 6 dicembre 2023, n. 34116.

*disponibilità patrimoniale della banca»*²⁶. Pertanto, anche nel caso qui in commento, ben può essere che le parti abbiano stipulato tale finanziamento per sanare una precedente esposizione debitoria con lo specifico obiettivo di dilazionare la restituzione del *tantundem*, ma senza far assicurare tale possibile motivo ad elemento caratterizzante del mutuo. Di più, condividendo la posizione del primo Giudice e della Corte d'Appello, si può dire perfezionato il contratto di mutuo essendo stata appurata, attraverso la documentazione dell'accredito sul conto corrente bancario del mutuatario, la trasmissione della disponibilità giuridica delle somme mutate: cronologicamente, dapprima, vi sarà stata la trasmissione della provvista dall'istituto bancario al correntista e, solo successivamente, sarà intervenuta la compensazione tra le partite dei due soggetti.

²⁶ L. ANDRETTO, *Mutuo erogato in funzione solutoria di un debito pregresso: ricadute sulla causa petendi della domanda d'ammissione al passivo*, in *Fall.*, 2022, 1409 ss. Sul punto, le più recenti pronunce della Suprema Corte (Cass. 25 luglio 2022, n. 23149, e Cass., 27 febbraio 2024, n. 5151) – che hanno raggiunto un risultato ricostruttivo più pregevole rispetto a quello della Cass. 25 gennaio 2021, n. 1517 (con nota di F. CAPPALÀ, *La non facile qualificazione delle operazioni di "ripiamento" di debiti pregressi a mezzo di nuovo "credito"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 808 ss. e di C. COLOMBO, *Mutuo o pactum de non petendo ad tempus? Oscillazioni della Suprema Corte sulla natura giuridica delle operazioni di ripianamento di pregresse esposizioni debitorie mediante la concessione di nuovo credito*, in *Corr. giur.*, 2021, 1330 ss.) e della Cass., 5 agosto 2019, n. 20896 – hanno affermato, valorizzando il profilo pratico-economico dell'operazione, che il mutuo solutorio mantiene la propria natura giuridica di contratto di mutuo in virtù dell'effettivo spostamento patrimoniale rappresentato dall'accredito delle somme sul conto corrente del mutuatario, escludendo che tale fattispecie possa essere ricondotta a una mera dilazione del termine per l'adempimento (*pactum de non petendo*), evidenziando che la natura solutoria e il superamento della passività pregressa conferiscono al contratto un'autonomia causale e sostanziale.

La «revisione esterna» nella disciplina delle obbligazioni verdi europee*

SOMMARIO: 1. Una premessa (generale): la sostenibilità ambientale. – 1.2. Un'altra premessa (particolare): la finanza sostenibile e verde. – 2. I *green bonds*. – 3. I tratti essenziali della disciplina di cui all'EUGBR. – 4. Contenuto della revisione e regime giuridico del «revisore esterno». – 4.1. Un tentativo (non riuscito) di assimilazione del «revisore esterno» alle figure già note. – 5. Il ruolo dell'ESMA. – 6. I «controlli» nella disciplina sui *green bonds*: pubblico e privato nell'ecosistema della finanza sostenibile.

1. Una premessa (generale): la sostenibilità ambientale

La transizione verso un *agere* economico finanziario caratterizzato dall'introduzione di elementi di eticità può considerarsi ormai un punto di approdo del più recente dibattito dottrinale¹, accentuandosi della finanza «etica» il carattere della sostenibilità e, partitamente, di quella ambientale. Di tanto si trova testimonianza pure nelle scelte compiute in ambito interno e sovranazionale ove si assiste a interventi che attingono sia il generale (la sostenibilità ambientale) sia il particolare (la finanza sostenibile e verde) della premessa che s'intende delineare.

Nella prima prospettiva, provando a stilare una sintesi dei più recenti interventi, è possibile richiamare il complesso di provvedimenti che hanno, quale obiettivo, il raggiungimento della neutralità climatica² e, quindi, da un lato, il regolamento che istituisce il quadro per conseguire,

* Il presente contributo è destinato all'Opera intitolata «Sostenibilità non finanziaria e mercati vigilati: regolatori, operatori e consumatori nella "galassia" ESG», a cura di F. Riganti, di prossima pubblicazione per l'editore Giappichelli.

¹ L'argomento viene sviluppato, su tutti, da F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, Utet, 2023, spec. 171, il quale prosegue osservando come «il passo successivo di questo percorso è la promozione di un'economia ed una finanza dalla multiforme capacità di ricercare “il bene comune”, nel quale responsabilità e realizzazione di un razionale equilibrio sociale riescono a trovare adeguata convergenza» (virgolettato dell'A.).

² A monte rispetto ai riferimenti indicati, subito dopo, nel testo, è doveroso citare l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, adottata dai Paesi membri delle Nazioni Unite a settembre 2015, e l'Accordo di Parigi concluso a dicembre 2015 nell'ambito della convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici.

per l'appunto, la neutralità climatica in tutti i settori dell'economia³; dall'altro, il pacchetto denominato “*Fit for 55*” che mira a tradurre, nel concreto, le ambizioni del *Green deal* europeo⁴. Nella fitta trama degli interventi a carattere “settoriale”, anch'essi rientranti nel predetto pacchetto, è possibile annoverare, tra i più recenti, il regolamento per la decarbonizzazione del trasporto marittimo⁵, la direttiva sull'energia da fonti rinnovabili⁶, il regolamento sul trasporto aereo⁷ e la direttiva sulla prestazione energetica nell'edilizia che, negli intenti, dovrebbe promuovere il miglioramento della prestazione energetica degli edifici e la riduzione delle emissioni dei gas provenienti sempre dagli edifici⁸.

³ Trattasi, nello specifico, del Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

⁴ I riferimenti dei due atti citati sono i seguenti: il primo è la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, «*Pronti per il 55%*»: realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica, COM(2021) 550 final, 14 luglio 2021; il secondo è la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Il Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019. Per un'analisi di quest'ultimo si rinvia, tra gli altri, a G. CAVALIERI, B. CELATI, S. FRANCA, M. GANDIGLIO, A.R. GERMANI, A. GIORGI, G. SCARANO, *Il «Fit for 55» unpacked: un'analisi multi-disciplinare degli strumenti e degli obiettivi delle proposte settoriali per la decarbonizzazione dell'economia europea*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 409 ss. Sul tema v. pure A. BROZZETTI, *Il Green deal europeo: rinnovate prospettive per intermediari finanziari ed imprese*, in *Studi in onore di Sabino Fortunato*, vol. IV, Bari, 2023, 2957 ss.

⁵ Regolamento (UE) 2023/1805 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 settembre 2023 sull'uso di combustibili rinnovabili e a basse emissioni di carbonio nel trasporto marittimo, e che modifica la direttiva 2009/16/CE.

⁶ Direttiva (UE) 2023/2413 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 che modifica la direttiva (UE) 2018/2001, il regolamento (UE) 2018/1999 e la direttiva n. 98/70/CE per quanto riguarda la promozione dell'energia da fonti rinnovabili e che abroga la direttiva (UE) 2015/652 del Consiglio.

⁷ Regolamento (UE) 2023/2405 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 sulla garanzia di condizioni di parità per un trasporto aereo sostenibile.

⁸ Il riferimento è, segnatamente, alla direttiva (UE) 2024/1275 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 aprile 2024 sulla prestazione energetica nell'edilizia. Tra le altre cose, la direttiva prevede, per ogni Stato membro, l'applicazione di requisiti minimi di prestazione energetica di edifici e unità immobiliari di nuova

Con riguardo alla politica della sostenibilità ambientale adottata in sede europea⁹, è stato osservato, in generale, come tale politica, per quanto non includerebbe «forme di pianificazione autoritativa dell'attività delle imprese», implicherebbe comunque «un ruolo pubblico di guida e di regia complessiva dello sviluppo, ovviamente nei limiti in cui ciò risulta possibile nella dimensione europea»¹⁰. Affermazione che andrebbe, peraltro, confrontata con l'idea, propugnata pure di recente dalla Commissione¹¹, di avviare un piano industriale del *Green Deal*, con l'obiettivo di rendere l'Unione un luogo

costruzione e già esistenti, nonché l'adozione di un piano nazionale di ristrutturazione degli edifici.

⁹ Per una rappresentazione dello stato delle azioni tese ad attuare la transizione verso la neutralità climatica v. la Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sul funzionamento della normativa europea sul clima e del regolamento sulla condivisione degli sforzi e sulla direttiva sul sistema per lo scambio di quote di emissioni nel contesto del bilancio globale del 15 maggio 2024.

¹⁰ In questi termini è orientato E. BRUTI LIBERATI, *La strategia europea di decarbonizzazione e il nuovo modello di disciplina dei mercati alla prova dell'emergenza ucraina*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 6, il quale prosegue affermando che «libertà di iniziativa, meccanismi concorrenziali e rilievo del capitale privato non sono rinnegati: ma essi devono fare i conti con un ruolo più forte e finalizzato delle istituzioni pubbliche, che riduce innanzitutto significativamente lo spazio riservato all'auto-regolazione da parte dei mercati». Il punto è approfondito anche da D. BEVILACQUA, *Il Green New Deal*, Milano, 2024, 189 ss., spec. 191 – 192, ove osserva che «la strategia del *Green New Deal* poggia su un intervento pubblico intrusivo e diffuso, che informa gli operatori e promuove nuovi assetti produttivi “verdi”, che condiziona le imprese, coordinandole e indirizzandole verso scelte sostenibili», proponendo di qualificare, a tal fine, il ruolo dello Stato quale «conformatore»: «i poteri pubblici si spingono oltre le loro attività di promozione, innovazione, investimento, regolazione e limitazione, arrivando a conformare, cioè a funzionalizzare e determinare l'agire degli attori privati in merito alle scelte strategiche, agli strumenti produttivi, ai settori di investimento, alle materie prime da adoperare e all'approvvigionamento energetico» (così a pag. 195).

¹¹ Cfr., segnatamente, la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un piano industriale del Green Deal per l'era a zero emissioni nette*, del 1 febbraio 2023. Per una proposta di lettura della Comunicazione v. S. PELLERITI, *Verso una nuova politica industriale europea competitiva e sostenibile: un'occasione di maggiore integrazione tra gli Stati Membri o una deriva verso il protezionismo?*, in questa *Rivista*, 2023, suppl. fasc. IV/2023, I, spec. 513 ss.

di investimento per l'industria a zero emissioni nette¹². La transazione ecologica delineata in ambito sopranazionale pare essere, così, “indirizzata” finanche nel senso di orientare lo sviluppo industriale¹³, anche se, da questo punto di vista, molto dipende dall'intrecciarsi di tale politica con quelle di sviluppo nazionali.

Sul versante domestico, la scelta è stata quella di intervenire, al vertice del sistema, apportando le ormai note modifiche alla Costituzione e, nello specifico, agli articoli 9 e 41, commi 2 e 3, che si riferiscono all'iniziativa privata e all'attività economica pubblica e privata le quali devono svolgersi in continuità, per l'appunto, con la tutela ambientale¹⁴. E, ancor prima, nella medesima logica di “funzionalizzazione” (*rectius*, coordinamento) delle politiche nazionali dedicate alla sostenibilità ambientale, può iscriversi l'istituzione del Comitato interministeriale per la transizione ecologica¹⁵ che ha

¹² In particolare, secondo quanto indicato nella Comunicazione citata alla nota precedente, il piano industriale del *Green Deal* poggerebbe su quattro pilastri: (a) un contesto normativo prevedibile e semplificato; (b) un accesso più rapido a finanziamenti adeguati; (c) competenze; (d) apertura commerciale per catene di approvvigionamento resilienti.

¹³ Il punto viene colto pure da G. LUCHENA, *Il “nuovo” intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come programmazione a impulso europeo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. n. 4/2022, 72 ss., spec. 75 ove sottolinea come si abbandoni, per tale via, «l'approccio rimediabile che ha finora caratterizzato la politica ambientale».

¹⁴ Il riferimento normativo che ha introdotto la modifica è rappresentato dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1. La letteratura giuridica è, sul punto, amplissima e si è occupata, in molti casi, di comprendere se la modifica abbia recepito il diritto vivente oppure sia autenticamente innovativa, nonché, per quanto più rileva in questa sede, di ricavare la programmazione industriale anche a fini di tutela ambientale; è possibile, tra gli altri, citare i contributi di: F. DE LEONARDIS, *La riforma “bilancio” dell'art. 9 Cost. e la riforma “programma” dell'art. 41 Cost. nella legge costituzionale n. 1/2022: suggestioni a prima lettura*, in *ApertaContrada*, 28 febbraio 2022; G. ALPA, *Note sulla riforma della costituzione per la tutela dell'ambiente e degli animali*, in *Contr. Impr.*, 2022, 361 ss.; A. MOLITERNI, *Transizione ecologica, ordine economico e sistema amministrativo*, in *Rivista di diritti comparati*, 2022, 395 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza*, cit., 187 ss.; M. PENNASILICO, *Ambiente e iniziativa economica: quale “bilanciamento”?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 48 ss.; F. CINTIOLI, *L'interpretazione degli articoli 9 e 41 della Costituzione dopo la legge cost. n. 1 del 2022: l'amministrazione e il giudice amministrativo*, in *Il diritto dell'economia*, 2024, 11 ss.

¹⁵ L'istituzione del Comitato interministeriale per la transizione ecologica (in sigla, CITE) è prevista dall'art. 57-bis del d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152, così come

approvato il Piano per la transizione ecologica¹⁶.

Non manca, dipoi, per contribuire al raggiungimento degli obiettivi sul clima e sulla tutela ambientale assunti a livello internazionale, il sostegno (pubblico) alle imprese, reso possibile grazie all'istituzione del Fondo italiano per il clima¹⁷, chiamato a intervenire finanziariamente (assunzione di capitale di rischio o di credito e rilascio di garanzie) per favorire il coinvolgimento delle imprese nell'attuazione dei predetti obiettivi.

modificato dall'art. 4 del d.l. 1° marzo 2021, n. 22. In base alla norma richiamata, il Comitato ha il «compito di assicurare il coordinamento delle politiche nazionali per la transizione ecologica e la relativa programmazione, ferme restando le competenze del Comitato interministeriale per la programmazione economica e lo sviluppo sostenibile». Con riguardo al rapporto con quest'ultimo, è stato osservato come «siamo dinanzi ad un soggetto che, attraverso il Piano, dovrebbe essere chiamato ad esercitare un'attività di coordinamento sugli strumenti di pianificazione dei principali fattori ambientali: e ciò sembra maggiormente differenziare la sua attività da quella del Cipess (...) il quale dovrà soprattutto curare l'adeguata incorporazione e internalizzazione, all'interno delle proprie decisioni e istruttorie, non solo dell'interesse ambientale ma di tutti gli obiettivi di sviluppo sostenibile»: così A. MOLITERNI, *Il Ministero della transizione ecologica: una proiezione organizzativa del principio di integrazione?*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2021, 449, cui si rinvia (pagg. 447 ss.) anche per un inquadramento del Comitato e del Piano per la transizione ecologica menzionato poco dopo.

¹⁶ A mente dell'art. 57-bis, comma 4, del d.lgs. n. 152/2006 il Piano «individua le azioni, le misure, il relativo cronoprogramma, nonché le amministrazioni competenti all'attuazione delle singole misure e indica altresì le relative fonti di finanziamento già previste dalla normativa e dagli atti vigenti». In particolare, il Piano è stato approvato con delibera del CITE dell'8 marzo 2022. Con delibera dello stesso CITE del 18 settembre 2023 è stato anche approvato l'aggiornamento periodico della Strategia nazionale dello sviluppo sostenibile, così come previsto dall'art. 34, comma 3, del d.lgs. n. 152/2006. Così come si afferma nel successivo comma 5, le Strategie (nazionale e regionali) «assicurano la dissociazione fra la crescita economica ed il suo impatto sull'ambiente, il rispetto delle condizioni di stabilità ecologica, la salvaguardia della biodiversità ed il soddisfacimento dei requisiti sociali connessi allo sviluppo delle potenzialità individuali quali presupposti necessari per la crescita della competitività e dell'occupazione».

¹⁷ Il Fondo italiano per il clima è stato, nello specifico, istituito per mano dell'art. 1, commi 488 – 497, della l. 30 dicembre 2021, n. 234 (legge di bilancio 2022): sul Fondo e sui compiti assegnati alla Cassa depositi e prestiti nell'ambito della sua gestione sia consentito rinviare a D. DE FILIPPIS, *Il finanziamento alle imprese della Cassa depositi e prestiti: modelli e limiti*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, 2024, 126 ss.

1.2. Un'altra premessa (particolare): la finanza sostenibile e verde

L'allusione all'intervento finanziario – sia pure inteso in termini diversi da quelli che saranno oggetto, ora, di (breve) riflessione – consente di introdurre l'altro corno della premessa, ovvero quello relativo alle scelte compiute in sede di regolazione del segmento finanziario sostenibile e verde¹⁸. Si tratta, infatti, di verificare quali siano, in questo campo, le tendenze evolutive, assodato che, in generale, l'opzione, a livello nazionale ed europeo, è nel senso di “indirizzare” (o di “programmare”) le scelte in punto di eco-sostenibilità.

L'intervento nei mercati finanziari prende le mosse dal Piano d'Azione per la finanza sostenibile, che traccia(va), in sintesi, la strategia e le misure da adottare per realizzare un sistema finanziario in grado di promuovere lo sviluppo sostenibile, anche sotto il profilo ambientale¹⁹.

D'interesse, in ordine di tempo, pare – a tutela degli investitori²⁰ – il

¹⁸ Le due nozioni paiono caratterizzate da un rapporto di *genus ad speciem*: la finanza sostenibile si riferisce all'applicazione dello sviluppo sostenibile, in generale, all'attività finanziaria, mentre la finanza verde rientrerebbe nella prima nozione e dovrebbe aver riguardo agli strumenti finanziari con i quali si favorisce proprio lo sviluppo ecosostenibile. In questo senso è orientato anche il recente Rapporto dell'ISPRA, *La sfida ambientale per la finanza sostenibile. Metodologie, informazioni e indicatori ambientali*, 2024, 17 – 18, e, in precedenza, v. pure S. PELLERITI, *Il ruolo del FinTech nella transizione ecologica*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, L. Ammannati e A. Canepa (a cura di), Torino, 2023, 146 – 148.

¹⁹ Il Piano d'Azione è stato pubblicato dalla Commissione europea a marzo 2018. Per una ricostruzione del ruolo della finanza sostenibile prima del varo del Piano di azione v. M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1270-1271, e, prima ancora, per un approfondimento sullo stesso Piano v. M. SIRI - S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 6 ss.

²⁰ Non viene fatta oggetto di menzione nel testo, perché afferente maggiormente al profilo “societario” e meno a quello “finanziario” (salvo quanto si dirà più avanti nel testo), la Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità (in sigla, CSRD). Tale direttiva – attuata in virtù del d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125 – si occupa degli obblighi di rendicontazione societaria della sostenibilità e sul rispetto e sulla valorizzazione dei fattori ESG da parte delle società. Per qualche cenno di inquadramento alla direttiva

regolamento sull'informativa in materia di sostenibilità nel settore finanziario, che contribuisce a rafforzare l'informativa sul modo in cui gli emittenti integrano i rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti²¹. E, in questa prospettiva, le imprese di investimento che prestano servizi di consulenza e di gestione di portafogli devono tenere conto, nella valutazione di adeguatezza, anche delle preferenze di sostenibilità della clientela che accede a questo tipo di servizi²².

Per assicurare (sempre) agli investitori informazioni sul grado in cui gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di

anche per differenza rispetto al previgente regime in materia di informazione non finanziaria v. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, spec. 609 ss. Né, per le stesse ragioni, viene fatta oggetto di menzione la recente Direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence* (Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024), la quale introduce obblighi sulle società nell'ambito delle loro attività rispetto agli impatti negativi sui diritti umani e agli impatti ambientali negativi; per un commento in chiave critica alla proposta di direttiva cfr. M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss. Per una lettura delle due (proposte di) Direttive nella prospettiva del dibattito sulla contrapposizione tra *stakeholderism* e *shareholderism* v. P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur. it.*, 2024, 1190 ss.

²¹ Il Regolamento (UE) 2019/2088 (*Sustainable Financial Disclosure Regulation*) si occupa di armonizzare le norme per migliorare la qualità delle informazioni e la comparabilità tra prodotti finanziari con riguardo alla sostenibilità: per una sintesi dei principali contenuti v. P. COPPOTELLI, *La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 298 ss.

²² È quanto previsto dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021: in senso critico rispetto alla scelta di includere, nella valutazione di adeguatezza, le preferenze di sostenibilità si schierano L. AMMANNATI, A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 4/2022, 2022, spec. 158, secondo cui «l'inserimento delle preferenze, seppure utile, potrebbe comunque non essere sufficiente sia perché non tutti gli emittenti sono soggetti all'applicazione della direttiva 2014/95 sia perché il processo decisionale dell'investitore retail non sempre prevede il coinvolgimento di un intermediario»; sul punto, anche per una riflessione (di ampio respiro) sull'evoluzione dell'attività bancaria alla luce dei processi di transizione (digitale ed ecologica), v. F. SARTORI, *Attività bancaria e processi di transizione*, in *La programmazione e le riforme: prospettive di diritto dell'economia*, G. Luchena (a cura di), in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, 2024, spec. 39 – 46.

riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi contribuiscono a ridurre le emissioni di carbonio, è stata pure modificata la disciplina europea relativa agli indici di riferimento significativi in ambito azionario e obbligazionario²³.

Ma, il paradigma di riferimento, in materia, resta rappresentato dal Regolamento Tassonomia²⁴ e dagli atti delegati adottati in continuità con quest'ultimo²⁵. Nel Regolamento – e, con maggior dettaglio, negli atti delegati²⁶ – vengono stabiliti, in sintesi, i criteri (uniformi) per determinare se un'attività economica possa essere considerata ecosostenibile, valorizzando, ancora, il profilo informativo del partecipante ai mercati finanziari che decida di effettuare un investimento del tipo in esame²⁷.

E, più di recente, non meno importante è il “nuovo” Pacchetto sulla finanza sostenibile che, sostituendo il precedente²⁸, incide (o, a seconda

²³ Cfr. il Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

²⁴ Trattasi del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088.

²⁵ In particolare, con il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione (c.d. Atto delegato Clima), oggetto di successive integrazioni, sono stati fissati i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare una data attività economica in grado di contribuire alla mitigazione dei cambiamenti climatici in relazione a nove settori economici.

²⁶ Pare, tra gli altri, maggiormente interessare il Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021, oggetto di successive modifiche per mano, da ultimo, del Regolamento delegato (UE) 2023/2486, che si occupa di specificare ulteriormente il contenuto delle informazioni per consentire agli investitori e al pubblico di valutare la quota di attività economiche allineate alla Tassonomia perseguite dalle imprese beneficiarie degli investimenti.

²⁷ Per sviluppare, ancora, la Tassonomia è stata istituita la Piattaforma per la finanza sostenibile, la quale fornisce consulenza alla Commissione europea per l'attuazione e l'utilizzabilità della tassonomia e del quadro in materia di finanza sostenibile.

²⁸ Il “primo” *Sustainable finance package* è stato varato il 21 aprile 2021 ed è in attuazione di questo pacchetto che è stato varato il citato Atto delegato Clima.

dei casi, inciderà) sul quadro normativo finora esaminato²⁹. La Comunicazione contempla, per quanto d'interesse, raccomandazioni per l'ambito finanziario: gli investitori privati e le istituzioni finanziarie dovrebbero essere progressivamente in grado di identificare gli investimenti sostenibili e gli investimenti in progetti di transizione in modo più efficace e sistematico³⁰.

Uno dei profili che riceve puntuale disciplina nella produzione normativa sulla finanza *green* è, dunque, quello dell'informazione che deve essere offerta all'investitore: la chiara *disclosure* delle caratteristiche *verdi* del prodotto nel quale si investe è reputata, dal "sistema" (forse, allo stato, non ancora definibile come tale³¹), utile a rendere l'investitore stesso maggiormente consapevole anche dei rischi – su tutti, il *greenwashing*³² – in cui può incorrere scegliendo un investimento che si "tinge" di verde³³.

²⁹ La Comunicazione "A sustainable finance framework that works on the ground" della Commissione al Parlamento e al Consiglio è del 13 giugno 2023.

³⁰ La Comunicazione citata alla nota precedente prosegue affermando che «these disclosures and tools also provide an opportunity for companies to articulate their sustainability targets and transition pathways to investors and stakeholders in a standardised manner».

³¹ Perché considerato, ancora, incoerente, anche in ragione della «vera e propria furia normativa che sembra attanagliare i legislatori»: così F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca imp. soc.*, 2024, 12. Sulla rilevanza del fenomeno della sostenibilità in ambito bancario v. pure F. RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, spec. 197 ss.

³² Il fenomeno è, in sintesi, quello dell'attribuzione a un prodotto o a un servizio di caratteristiche *green* inesistenti, parziali o non corrette. Per contrastare il predetto fenomeno sono stati adottati (o sono in via d'adozione) alcuni provvedimenti in sede europea; tra quelli che meritano di essere menzionati, v., da ultimo, la Direttiva (UE) 2024/825 del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024 che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione e la proposta di direttiva sulle informazioni ingannevoli in materia ambientale votata in prima lettura dal Parlamento europeo a marzo 2024. Per un contributo all'inquadramento del termine *greenwashing* si rinvia a L. ZOBOLI, *Il greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d'impresa*, in questa *Rivista*, 2024, I, spec. 295 ss.; sul fenomeno v. pure D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 601 ss.

³³ Gli effetti del potenziamento dell'informazione nell'ambito della finanza sostenibile paiono essere più estesi. È stato infatti notato che «l'incremento di

Provando a mettere insieme i due estremi della nostra premessa nell'accingerci a trattare dell'oggetto dell'indagine, si può dire che, nella tendenza alla "programmazione" dell'industria riscontrabile nella disciplina (eurounitaria), la transizione verde sembra passare attraverso una corretta rappresentazione – da parte delle imprese che operano, nel nostro caso, nel segmento finanziario – delle informazioni relative al carattere sostenibile dell'investimento³⁴. A ben guardare (e fermo il contrasto al precitato *greenwashing*), per verificare la destinazione dell'investimento al perseguimento degli obiettivi dichiarati in sede di informativa, è agevole constatare la necessità di affidare tale compito a una qualche forma di (pervasiva) vigilanza, *sub specie* dell'Autorità competente e/o di un "verificatore" o, se si preferisce, di un "controllore" preferibilmente esterno.

Un'esigenza che sembra avvertirsi, in misura maggiore, con riguardo a quel modello di investimento che fa dell'impatto sociale o ambientale il suo obiettivo primario.

2. I green bonds

Relativamente alla c.d. finanza d'impatto, il "tipo" che, rispetto ad altri³⁵, interessa di più approfondire è quello dei *green bonds*, ovvero

informazione affidabile sotteso ad un *agere* improntato alla sostenibilità facilitando le opportunità d'investimento denota carattere essenziale per la resilienza delle singole banche, oltre a contribuire alla stabilità del sistema finanziario ed a favorire la transizione verso un'economia più integrata e più forte»: così F. CAPRIGLIONE, *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, in questa *Rivista*, 2024, I, spec. 375.

³⁴ Tale passaggio viene colto, tra gli altri, pure da P. COPPOTELLI, *op. cit.*, 310, la quale sottolinea come «se la costruzione delle informazioni ESG – o quello che si definisce l'ecosistema dell'informazione ESG – è il cuore delle riforme regolamentari cui sta procedendo l'Unione europea, esso è anche lo scoglio sul quale lo sforzo può infrangersi e non raggiungere i risultati sperati se gli interventi non sono adeguatamente realizzati nelle modalità e nei tempi», e V. TROIANO, *Regolamentazione finanziaria, finanza sostenibile e obiettivi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 594 – 595. Nella letteratura straniera v. lo studio di S. STEUER, T.H. TRÖGER, *The role of disclosure in green finance*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper N° 604/2021, spec. 36 ss.

³⁵ All'interno della finanza d'impatto, accanto alle obbligazioni idonee a finanziare progetti sostenibili, è possibile distinguere prodotti che, pur non avendo quale oggetto immediato e diretto la realizzazione di attività sostenibili, sono collegati

strumenti finanziari per i quali l'emittente si impegna a realizzare, tramite quell'emissione, proprio un determinato beneficio ambientale³⁶. Il dato empirico dimostra, in effetti, come ormai l'emissione di siffatti titoli non sia appannaggio di entità sovranazionali³⁷ o Stati europei³⁸ (o

a queste oppure prodotti *green* che vengono collocati, in modo indiretto, all'interno di investimenti di carattere tradizionale. Per una rassegna degli strumenti di *impact investing* v. M. COSSU, *op. cit.*, 1277 – 1278.

³⁶ Tale definizione si ritrova in D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 122; per F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza*, cit., 172, la qualifica di *green bond* «nell'immaginario collettivo finisce presto con l'identificare un marchio europeo rappresentativo di un prodotto finanziario sostenibile, essendo per l'appunto finalizzato al supporto di progetti che si propongono obiettivi di riduzione dell'impatto ambientale ovvero al miglioramento delle condizioni sociali (nel qual caso assumono la qualifica di *social bond*)». In letteratura (v. V. VANNONI, *Impatto, finanza e nuove imprese a vocazione sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2023, 35 ss.), è stata proposta la seguente classificazione dei *green bonds*: «*Standard Green Use of Proceed Bond* (emesso direttamente dall'emittente con la caratteristica “*recourse to the issuer*”) (...); *Green Revenue Bond* (del tipo “*non recourse to the issuer*”); *Green Project Bond* (emesso per finanziare uno o più progetti in cui l'investitore è esposto direttamente al rischio) (...); *Green Securitised Bond* (si configura come un'obbligazione a garanzia di uno o più progetti “green” specifici)».

³⁷ La prima emissione di *green bonds* si fa risalire alla Banca europea per gli investimenti: nel 2007 furono, difatti, emessi i *Climate Awareness Bond*. A seguire, subito dopo (2008), anche l'emissione da parte della Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, istituzione della Banca Mondiale: così S. KIM PARK, *Investor as Regulators: green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 2018, 14.

³⁸ Si rinvia a W. LEWANDOWSKI, A. SMOLENSKA, *Member States Sovereign Green Bond Issuance and the Development of Local Green Bond Markets in the EU*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. Ramos Muñoz, A. Smolenska (a cura di), Palgrave Macmillan, 2023, 54, per l'indicazione degli Stati europei che, in prosieguo di tempo (a partire dal 2016), hanno emesso *green bonds*. Per quanto riguarda l'Italia, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha emesso, a marzo 2021, i BTP Green Aprile 2045 e, a settembre 2022, i BTP Green Aprile 2022. D'interesse è il Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato *Green* di febbraio 2021, reperibile sul sito istituzione del Ministero, nel quale si delineano le spese *green* ammissibili, l'utilizzo dei fondi raccolti tramite l'emissione di titoli di Stato *Green* e la relativa rendicontazione. Da questo punto di vista, si segnala l'*Italian Sovereign Green Bond Allocation and Impact Report* che, ogni anno, deve essere pubblicato al fine di rendere disponibili le informazioni specialmente sull'allocazione delle risorse reperite tramite l'emissione dei titoli nell'anno precedente. Al Report (v. quelli del 2022 e del 2023) si allega anche una *ex-post external review* che espone, tra l'altro, il giudizio di allineamento agli impegni previsti nel Quadro di riferimento.

società controllate da questi ultimi³⁹), registrandosi, più di recente, l'accesso a tale forma “pulita” di finanziamento anche da parte di banche e di società (non pubbliche)⁴⁰.

Nondimeno, sta di fatto che, pur trattandosi di uno strumento che ha trovato già da tempo una discreta diffusione, la sua regolazione è stata, dapprima, affidata a meccanismi di carattere volontario (o, se si preferisce, “privatistici”) consistenti o in un sistema di certificazione oppure in un insieme di regole condivise da parte degli emittenti.

Privilegiando un approccio di tipo sintetico, è possibile annoverare, tra i primi, i *Climate Bonds Standard*⁴¹: la valutazione di conformità a siffatti *standards* consente all'emittente di fregiarsi di un'etichetta di certificazione per una specifica emissione di *green bonds* secondo i termini che vengono concordati tra l'emittente medesimo e l'associazione che si occupa della gestione e aggiornamento degli *standards*⁴². Il rispetto dei requisiti necessari per ottenere la certificazione viene affidato – e il punto interessa particolarmente ai nostri fini – a un terzo indipendente (il verificatore approvato dalla stessa organizzazione) che si occupa di accertare la conformità dello strumento finanziario agli *standards* approvati sia nella fase precedente sia in quella successiva all'emissione⁴³.

³⁹ Si prenda, a titolo d'esempio, l'emissione del (primo) *green bond* da parte di Cassa depositi e prestiti nel 2023: per un cenno a tale operazione sia consentito rinviare a D. DE FILIPPIS, *Transizione ecologica e mercati finanziari: i green bonds*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 871.

⁴⁰ Già nel 2020, stando ai dati riferiti dall'ABI, l'emissione di obbligazioni verdi e sostenibili da parte di banche italiane aveva raccolto oltre 2 miliardi di euro.

⁴¹ I *Climate Bonds Standard* sono stati introdotti dalla *Climate Bonds Initiative*, un'organizzazione *no-profit* impegnata in azioni a protezione dell'ambiente e sono reperibili, nella versione più aggiornata, sul sito istituzionale dell'organizzazione.

⁴² Per un inquadramento più ampio di quello offerto nel testo è possibile rinviare, tra gli altri, a S. KIM PARK, *op. cit.*, 25 – 26, e, più di recente, N. MARAGOPOULOS, *Toward a european green bond standard: a european initiative to promote sustainable finance*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. Ramos Muñoz, A. Smolenska (a cura di), Palgrave Macmillan, 2023, 25 ss.

⁴³ Il ruolo dei verificatori esterni è declinato dalla *Climate Bonds Initiative* a seconda che, partitamente, la revisione si riferisca alla fase che precede l'emissione – con una ulteriormente diversa articolazione: garanzia di terzi, *second party opinion*, *rating*, verifica preventiva della certificazione *Climate Bonds* secondo i *Climate Bonds standard* – oppure a quella successiva, secondo uno schema che può prevedere

Tra le regole adottate in modo condiviso, spiccano, invece, i *Green Bonds Principles* del 2018⁴⁴. Dalle linee guida si ricava il (necessario) legame tra i proventi derivanti dall'emissione obbligazionaria e la destinazione degli stessi per il finanziamento di progetti *green* che vengono reputati, all'interno dello stesso documento, eleggibili (per esempio: l'efficienza energetica, l'energia rinnovabile, il trasporto pulito, l'adattamento al cambiamento climatico o l'edilizia ecologica).

Tra le altre cose, le linee guida esaltano (non a caso) il profilo dell'informazione relativo, segnatamente, alle quattro componenti fondamentali dei *green bonds*, ovvero l'utilizzo dei proventi, il processo di valutazione e selezione del progetto, la gestione dei proventi e l'attività di *reporting*.

L'allineamento con siffatte componenti è demandato a una forma di revisione esterna, la quale, stando a quanto previsto dalle linee guida, non è predeterminata nel suo contenuto ma vengono suggerite varie tipologie tra le quali optare⁴⁵; la revisione esterna dovrebbe garantire che l'emissione sia conforme alle predette componenti e, nella fase successiva, monitorare l'allocazione dei proventi rispetto ai progetti

la garanzia di destinazione dei proventi di una seconda o terza parte, un *report* sull'impatto oppure una verifica post-emissione.

⁴⁴ I *Green Bonds Principles* sono guidati da un Comitato esecutivo, composto da investitori, emittenti e sottoscrittori, mentre altre parti (ONG, università, fornitori di servizi) partecipano solo in qualità di osservatori. La *International Capital Market Association* (ICMA) funge da segretariato dei *Green Bonds Principles*. Per maggiori ragguagli in argomento si rinvia a S. KIM PARK, *op. cit.*, 22 ss.

⁴⁵ Le tipologie individuate sono le seguenti: (i) una *second party opinion* rilasciata da un'istituzione con competenze in ambito ambientale e indipendente rispetto all'emittente; (ii) la verifica indipendente che potrebbe concentrarsi «sull'allineamento con standard interni o esterni o rivendicazioni fatte dall'emittente», sulle «caratteristiche ambientali delle attività sottostanti» oppure, ancora, sul «metodo interno dell'emittente di tracciabilità dell'uso dei proventi», sull'«allocazione di fondi derivanti dai proventi dei Green Bond», nonché sulla «dichiarazione di impatto ambientale o di conformità di reporting ai GBP»; (iii) il rilascio, da parte di terzi, all'emittente di una certificazione o di un marchio di garanzia del rispetto di *standards* di valutazione ambientale esterni; (iv) la verifica affidata a ricercatori specializzati o agenzie di *rating*, sulla base di un metodo di *scoring/rating* predefinito. S'occupano di fornire, oltre a un inquadramento, anche una (efficace) comparazione tra queste diverse modalità di conduzione della revisione esterna X. CHEN, W. LONG, *To enhance the credibility of the green bond market through regulating GBERs: the case of china*, in *Laws*, 12 (6), 2023, 6 - 8.

ammissibili⁴⁶.

In comune tra le due forme di regolazione innanzi delineate e indipendentemente dal modello prescelto (se adesione a un nucleo di regole condivise o a un “marchio di certificazione”), è, dunque, enucleabile la preferenza per la revisione esterna quale strumento percepito come in grado di assicurare il rispetto degli *standards* che, in un caso o nell’altro, consentono all’emittente di poter collocare sul mercato titoli verdi.

Per converso, proprio la revisione esterna, sia pure nella diversità delle declinazioni prospettate dai due “modelli”, dovrebbe contribuire a fornire agli investitori informazioni attendibili nella fase antecedente l’emissione e maggiori rassicurazioni sull’impiego dei proventi in progetti verdi con riguardo alla fase successiva⁴⁷.

Certamente, com’è stato evidenziato, la revisione esterna incontra, perlomeno, due limiti: (a) ciascun revisore esterno adotta una propria metodologia di valutazione (che potrebbe rivelarsi opaca e poco coerente); (b) le modalità di *governance* e di controllo interno dei revisori non sono soggetti all’ulteriore controllo di un’autorità di vigilanza⁴⁸. Limiti che, invero, potrebbero essere superati adottando un regime normativo unico nel contesto europeo.

Una disciplina omogenea della revisione esterna che prevenga i rischi appena segnalati potrebbe, per di più, contribuire a rimediare a un’oggettiva difficoltà, vale a dire quella di individuare lo strumento (giuridico) che dovrebbe adoperarsi in caso, soprattutto, di responsabilità dell’emittente per mancato (o parziale) utilizzo dei proventi per lo sviluppo del progetto *green*⁴⁹.

⁴⁶ Come evidenziato da C. VALENTI, *The EU Green Bond Standard, in Sustainable finance and financial education: a snapshot*, E. Macchiavello e M. Siri (a cura di), Torino, 2024, spec. 133, in questo caso, i revisori esterni non vengono approvati dalla ICMA.

⁴⁷ Per la dimostrazione, sul piano statistico, di tale affermazione si può rinviare a E. ALLMAN, B. LOCK, *External reviews and green bond credibility*, in *Journal of Climate Finance*, 2024, vol. 7, spec. 8 ss.

⁴⁸ Così è orientato N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 28.

⁴⁹ Il problema viene sollevato, tra gli altri, da S. GILOTTA, *Green Bonds: a legal and economic analysis*, in *Research handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, T. Kuntz (a cura di), Elgar, 2024, 226 ss., e, per l’ordinamento statunitense, Q. CURTIS, W.M.C. WEIDEMAIER, M. GULATI, *Green bonds, empty promises*, University of Virginia School of Law, 2023, spec. 39 ss. Per la proposta di

3. I tratti essenziali della disciplina di cui all'EUGBR

Non a caso, il recente Regolamento europeo sulle obbligazioni verdi⁵⁰ si concentra, particolarmente, sulla revisione esterna reputata idonea a garantire agli investitori un «accesso efficace in termini di costi a informazioni affidabili» sulle obbligazioni medesime⁵¹.

Prima di soffermarci, però, sul modo in cui la revisione esterna è destinata a operare e sulla vigilanza esercitata su di essa, è appena il caso di tracciare, per cenni, i tratti più salienti della disciplina di nuovo conio.

Tralasciando i modelli di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e obbligazioni legate alla sostenibilità nell'Unione⁵², che è pure materia del Regolamento, la denominazione «obbligazione verde europea» pare strutturata alla stregua di un “marchio” che l'emittente intanto può apporre sui titoli in quanto si assoggetti al regime, innanzitutto, informativo che connota l'uso della denominazione in discorso.

Anteriormente all'emissione, l'emittente dovrà difatti compilare una scheda informativa che segue un modello comune e contiene, tra le altre, informazioni sull'allocazione dei proventi ad attività economiche allineate con la citata Tassonomia, la precisazione sull'eventuale

configurare un “interesse verde” dell'investitore meritevole di tutela sul piano giuridico se leso dall'emittente, sia consentito rinviare a D. DE FILIPPIS, *Transizione ecologica e mercati finanziari*, cit., spec. 873 ss. Diverso è il problema, sul lato degli emittenti e che, in questa sede, non interessa approfondire, se l'emissione di *green bonds* consenta, anche, un miglioramento della *performance post-emissione* dell'impresa che li emette: per un'indagine in proposito cfr. J. PROKOP, R.K. MÜLLER, *Green Bond Financing and Corporate Environmental Performance. Evidence from the European Union*, in *European journal of comparative law and governance*, 2023, 366 ss.

⁵⁰ Il riferimento è al Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023 sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità. Nel testo verrà, per comodità, indicato anche come “EUGBR”.

⁵¹ Così il considerando 23 del citato Regolamento.

⁵² Segnatamente, l'EUGBR dedica il Titolo III ai modelli di informativa volontaria per tali obbligazioni.

ricorso alla c.d. *flexibility pocket*⁵³ e, già in questa fase, una stima dell'impatto ambientale previsto dei proventi delle obbligazioni⁵⁴.

Per potersi avvalere del “marchio” in discorso, l'emittente è tenuto altresì a divulgare un prospetto informativo osservante dei requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di titoli o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129⁵⁵.

Sempre sul piano informativo (ma, questa volta, dopo l'allocazione integrale dei proventi), l'emittente deve redigere, per ogni periodo di dodici mesi fino alla data dell'allocazione integrale dei proventi, una relazione sull'allocazione dei proventi e – «almeno una volta durante la vita» delle obbligazioni⁵⁶ – rendere pubblica una relazione sull'impatto ambientale dell'uso dei proventi delle obbligazioni. I due documenti – collocati, come visto, in momenti diversi nel corso dell'emissione – assumono, anche, contenuto eterogeneo.

La relazione sull'allocazione dei proventi fornisce, oltre a informazioni analoghe a quelle già offerte prima dell'emissione, aggiornamenti sull'assegnazione dei proventi dell'emissione alle

⁵³ In base a quanto previsto dall'art. 5 del Regolamento, è possibile una flessibilità fino al 15% nell'uso dei proventi delle obbligazioni verdi ad attività per le quali non esistono criteri di vaglio tecnico, purché siano soddisfatti i requisiti previsti dalla norma.

⁵⁴ Per ulteriori sintetici ragguagli sul contenuto della scheda informativa si rinvia a N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 36, il quale osserva come «the EUGB factsheet is structurally different and more detailed compared to the respective report published under the GBP, notably as regards the obligation of issuers to disclose information on the EUGB's compliance with Green Taxonomy».

⁵⁵ Cfr. l'art. 14 dell'EUGBR. Dai primi commentatori è posto il dubbio se il prospetto vada pubblicato anche nelle ipotesi di esenzione previste dal Regolamento (UE) 2017/1129: per F.M. STOCCO, *Bond e cartolarizzazioni green. Opportunità e limiti per il mercato italiano tra regolamentazione e vigilanza*, in *www.dirittobancario.it*, «l'interpretazione sistematica sembrerebbe orientare verso una soluzione che escluda l'obbligo di pubblicazione del prospetto qualora l'emissione ricada nella fattispecie dell'articolo 1 del regolamento citato: nella materia in oggetto non sembrano esserci elementi specifici di maggiore rischiosità che impongano un maggior livello di tutela dell'investitore che, piuttosto, trova maggiore protezione attraverso gli obblighi specifici di reportistica indicati dagli articoli da 10 a 13».

⁵⁶ Così l'art. 12, par. 1, dell'EUGBR.

attività allineate con la Tassonomia, nonché altre informazioni pertinenti⁵⁷. Dal canto suo, la relazione sull'impatto ambientale, invece, espone una stima degli impatti ambientali, positivi e avversi, delle obbligazioni verdi⁵⁸ e anche indicazioni sui parametri, sulle metodologie e sulle ipotesi applicate nella valutazione dell'impatto medesimo⁵⁹.

4. *Contenuto della revisione e regime giuridico del «revisore esterno»*

La revisione esterna riguarda, partitamente, la scheda informativa (e, quindi, la fase pre-emissione), le relazioni sull'allocazione dei proventi e, in via facoltativa, la relazione sull'impatto.

Tendenzialmente, la revisione esterna si articola allo stesso modo e sembra seguire, tra i modelli già in uso nella prassi (v. *supra*), quello della verifica indipendente: per ciascuno dei documenti, è necessario riscontrare, nell'ambito della revisione esterna, la redazione secondo le norme rispettivamente applicabili, nonché la presenza degli elementi contenuti nel modello allegato al Regolamento⁶⁰.

Negli allegati, in particolare, è contemplata la necessità che la revisione esterna si concentri su una valutazione dettagliata che, a seconda del tipo, riguarderà il rispetto delle norme del Regolamento sulla scheda informativa o sull'assegnazione dei proventi oppure sul fatto che l'emittente abbia o meno rispettato le norme in materia di uso dei proventi o, nel caso della revisione *post-emissione*, la «valutazione in merito al fatto se l'emissione dell'obbligazione si allinea alla strategia ambientale più ampia dell'emittente» e la «valutazione dell'impatto ambientale indicato dei proventi delle obbligazioni»⁶¹. La revisione esterna dovrà anche rendere un parere in ordine alle diverse

⁵⁷ La relazione sull'allocazione dei proventi segue, in particolare, il modello di cui all'allegato II dell'EUGBR.

⁵⁸ N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 38, sottolinea come quella indicata nel testo (impatto positivo e avverso) costituisca «a key difference compared to the current practice, where issuers disclose information only on the positive effects of green bonds».

⁵⁹ Anche in questo caso, all'EUGBR è allegato un modello (allegato III).

⁶⁰ Invero, l'allegato IV è unico per le revisioni pre-emissione, *post-emissione* e delle relazioni sull'impatto.

⁶¹ Così l'art. 12, par. 3, lett. a) e b) dell'EUGBR.

valutazioni espresse⁶².

A ogni modo, i compiti assegnati alla revisione esterna lasciano intendere che, per il relativo svolgimento, il soggetto incaricato⁶³ debba allestire un'organizzazione aziendale adeguata allo scopo di garantire l'indipendenza⁶⁴ ed evitare, conseguentemente, il rischio di conflitti d'interesse con l'emittente⁶⁵.

Da questo punto di vista, non pare irrilevante evidenziare come il Regolamento abbia previsto una “barriera” all'ingresso del “mercato” dei revisori esterni, prevedendo che, per accedervi, occorra presentare una domanda di registrazione; è, infatti, in questa fase che l'Autorità di vigilanza valuterà l'«alta dirigenza e il consiglio di amministrazione» di chi si candida alla registrazione e la loro (buona) reputazione, esperienza e formazione, il numero dei soggetti coinvolti direttamente

⁶² Il Regolamento dedica una discreta attenzione all'itinerario argomentativo da seguire nella redazione delle revisioni. Nello specifico, il parere deve essere reso «sulla base di un'analisi approfondita di tutte le informazioni disponibili» (art. 31, par. 1) e, sempre con riguardo alle informazioni utilizzate, si deve trattare di «informazioni di qualità sufficiente e provenienti da fonti affidabili» (art. 31, par. 3); devono essere «pubblicamente disponibili i passaggi chiave» del ragionamento usato dai verificatori esterni «per giungere alle conclusioni di ciascuna delle loro revisioni» (art. 31, par. 2). Nell'ipotesi di «errori nelle metodologie di valutazione o nella loro applicazione che incidono sostanzialmente su una revisione», l'art. 32 prevede una immediata notifica di tale circostanza all'ESMA e agli emittenti delle obbligazioni verdi interessate. La stessa norma (par. 2) impone una correzione immediata e, se del caso, la pubblicazione di una revisione riveduta e corretta «quanto prima».

⁶³ Sotto il profilo terminologico, l'EUGBR sembra utilizzare i termini «revisione esterna» e «verificatore esterno» in modo alquanto indiscriminato, lasciando intendere che gli stessi siano concepiti alla stregua di sinonimi. La circostanza che tali termini non siano connotati da un autonomo significato (in astratto, si sarebbe potuto ipotizzare che il primo si riferisca al momento dell'*attività* e il secondo a quello *soggettivo*) parrebbe confermata dal fatto che la versione inglese del Regolamento utilizzi unicamente la dizione «external review» (e suoi derivati).

⁶⁴ Cfr. l'art. 30, par. 1, del Regolamento che impone ai verificatori esterni di adottare e attuare «politiche e procedure interne di dovuta diligenza che assicurano che gli interessi aziendali non compromettano l'indipendenza o l'accuratezza dell'attività di valutazione».

⁶⁵ Il punto è valorizzato già all'interno dei considerando: v., segnatamente, il n. 36 e 39. E, con riguardo al conferimento all'ESMA dell'incarico di elaborare progetti di «norme tecniche di regolamentazione per specificare ulteriormente i criteri secondo i quali è possibile valutare una domanda di registrazione da parte di un revisore esterno, compresa la gestione dei conflitti di interesse»: v. il considerando n. 49.

nell'attività di valutazione e la loro formazione⁶⁶.

Viene rimessa, invece, al revisore esterno (registrato) la garanzia (o la «supervisione») in ordine alla «indipendenza delle attività di valutazione» e alla «adeguata individuazione ed eliminazione o gestione di eventuali conflitti di interesse effettivi o potenziali, nonché la loro comunicazione in maniera trasparente»⁶⁷. Del pari, un altro precetto impone ai verificatori esterni di individuare, eliminare o gestire i conflitti di interessi effettivi o potenziali che riguardano soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nella revisione esterna, dovendo pure rilasciare una valutazione precontrattuale sull'esistenza di conflitti di interessi effettivi o potenziali⁶⁸.

Non si chiarisce, tuttavia, se la (auto-)valutazione sulla sussistenza di siffatti requisiti debba diversamente atteggiarsi a seconda che lo stesso verificatore esterno sia titolare dei controlli *pre-issuance* e *post-issuance* e se, *in apicibus*, per le diverse fasi possano essere incaricati soggetti diversi, con differenti competenze ed eventuali dissimili profili di indipendenza⁶⁹.

L'indipendenza rispetto all'emittente e il costante monitoraggio a livello organizzativo sull'insorgenza di situazioni di conflitto di interesse in capo al soggetto che svolge la revisione esterna sembrano, in ogni caso, permanere pure nell'ipotesi in cui l'attività di valutazione venga fatta oggetto di «esternalizzazione», prevedendosi che, in questa circostanza, il revisore esterno abbia l'obbligo di assicurare, per l'appunto, la qualità del controllo interno, restando, comunque,

⁶⁶ Cfr. l'art. 23, par. 2, dell'EUGBR. L'ESMA valuta le «disposizioni interne del richiedente» che vengono attuate per assicurare il rispetto dei requisiti organizzativi previsti dal Regolamento. Nella domanda, il richiedente la registrazione deve indicare anche «i meccanismi di governance societaria, le politiche o le procedure attuate dal richiedente per individuare, eliminare o gestire e segnalare in maniera trasparente eventuali conflitti di interesse effettivi o potenziali»: così la lett. h) dello stesso art. 23, par. 1.

⁶⁷ Così l'art. 27, par. 1, lett. b) e c) dell'EUGBR.

⁶⁸ Il riferimento è all'art. 35 che prescrive al revisore esterno di non emettere la revisione «se individua un conflitto di interessi effettivo e se non è in grado di attuare misure per eliminarlo o gestirlo».

⁶⁹ Quest'ultimo interrogativo viene sollevato, in dottrina, da F. SALERNO, *Il controllo esterno della rendicontazione di sostenibilità dopo la CSRD. Funzione e limiti della "attestazione"*, ESI, Napoli, 2023, 60.

responsabile per qualsiasi attività esternalizzata⁷⁰.

4.1. *Un tentativo (non riuscito) di assimilazione del «revisore esterno» alle figure già note*

La gestione dei rischi collegati all'insorgenza di conflitti di interessi costituisce, a ben guardare, una caratteristica “tipologica” – forse la più rilevante – della figura introdotta dalla recente disciplina europea sui *green bonds*. Quest'ultima pare, allora, fornire un concreto appiglio per provare a gettare le basi per una proposta di inquadramento della figura oggetto di esame.

Un siffatto sforzo risulta proteso non tanto a individuare le norme applicabili in caso di lacune (giacché la disciplina europea pare, sotto questo profilo, compiuta) quanto a proporre un (possibile) inquadramento giuridico. A tale scopo, si ritiene di privilegiare un approccio metodologico che miri, prima di tutto, a verificare se la figura in questione sia affine a quelle già note all'ordinamento interno (ed europeo) e, specificamente, al diritto dei mercati finanziari e a quello societario.

Per la (forte) somiglianza in punto di iscrizione nell'apposito registro e di controllo da parte delle autorità pubbliche (su cui *infra* per il revisore esterno), requisiti di competenza tecnica a tal fine necessari e, soprattutto, di indipendenza⁷¹, il primo confronto che è possibile istituire è con la revisione legale dei conti⁷².

⁷⁰ La disciplina dell'esternalizzazione dell'attività dei verificatori esterni è contenuta nell'art. 33 del Regolamento, che, al par. 6, prevede l'adozione da parte del revisore di una serie di misure per garantire, tra l'altro, «l'individuazione di eventuali rischi potenziali in relazione alle attività di valutazione esternalizzate» (lett. b) e «le procedure di controllo adeguate rispetto alle attività di valutazione esternalizzate, compresa un'efficace vigilanza sulle attività di valutazione esternalizzate e su qualsiasi rischio potenziale relativo al prestatore di servizi terzo» (lett. d).

⁷¹ Cfr., su tutti, l'art. 10 del d.lgs. n. 39/2010. Con riguardo all'indipendenza devono altresì menzionarsi gli artt. 10-*bis*, che contempla una valutazione della presenza di rischi per l'indipendenza con adozione, nel caso, di idonee misure per la mitigazione, e 10-*ter*, che impone di dotarsi di procedure per la valutazione del rischio e sistemi di controllo interno della qualità.

⁷² La letteratura sulla revisione dei conti è amplissima; tra i contributi più recenti che offrono un inquadramento generale, è possibile citare: S. FORTUNATO, *La revisione legale dei conti*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, P. Abbadessa (a cura di), Torino, 2015, 73 ss.; L. MIOTTO, *La funzione di revisione*

Notoriamente, tale attività si sostanzia in un atto valutativo-illustrativo rappresentato dalla relazione che contiene il giudizio sul bilancio d'esercizio e in un'attività di carattere ispettivo-ricognitiva a esso strumentale consistente nella verifica, nel corso dell'esercizio, della regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili⁷³.

Nonostante l'equivalenza sul piano soggettivo, è proprio quest'ultimo profilo, ovvero quello oggettivo (*rectius*, dell'attività), a marcare più nettamente la differenza. Ciò sembra potersi predicare non tanto con riguardo alla materia che viene fatta oggetto di revisione – in un caso il bilancio e nell'altro la scheda informativa e le diverse relazioni viste sopra – quanto piuttosto ai poteri d'ispezione attribuiti all'organo di revisione sulla regolare tenuta della contabilità. Stando a quanto previsto dall'EUGBR, il verificatore esterno non pare munito di tali poteri, potendo, esclusivamente, rilasciare un parere sulle valutazioni espresse a proposito dell'osservanza della disciplina applicabile.

Non parrebbe potersi sostenere un'affinità neppure tra il revisore esterno e le agenzie di *rating* del credito⁷⁴. In astratto, sul piano soggettivo, l'applicazione di alcune regole quali quelle

legale: intersezione fra disciplina dell'attività e dei soggetti, in *Riv. soc.*, 2018, 433 ss. e, con riferimento alle nuove tecnologie, F. SALERNO, *Revisione legale dei conti e innovazione tecnologica*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 664 ss. e V. PETTIROSSI, *La revisione legale alla prova dell'innovazione tecnologica: questioni di conformità alle disposizioni di legge e regolamentari*, Relazione al XV Convegno annuale "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma 23-24 febbraio 2024, 1 ss. In precedenza, v. pure F. CAPRIGLIONE, *La vigilanza sull'attività dei revisori legali dei conti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 709 ss.

⁷³ Sulla relazione di revisione e il giudizio sul bilancio v. l'art. 14 del d.lgs. n. 39/2010.

⁷⁴ Anche per le agenzie di *rating* la bibliografia è piuttosto vasta. È possibile rinviare, tra gli altri, ai seguenti contributi utili a un inquadramento generale (e problematico, specialmente, con riguardo alla responsabilità delle agenzie): M. PORZIO, *Le agenzie di rating*, in *Dir. banc. fin.*, 2013, 405 ss.; P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 511 ss.; M. LUBRANO DI SCORPANELLO, *Società di rating. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, Milano, 2016; F. PARMEGGIANI, *Gli effetti distorsivi del credit rating sul rischio di insolvenza. Cause e rimedi normativi*, Milano, 2023, nonché la raccolta di contributi dedicati al tema in a cura di A. Principe, *Le agenzie di rating*, Milano, 2014.

sull'assoggettamento alla registrazione e vigilanza da parte dell'ESMA⁷⁵ oppure sulla competenza dei soggetti coinvolti nell'attività⁷⁶, oppure, ancora, sull'indipendenza dell'agenzia⁷⁷, potrebbe autorizzare una qualche sovrapposizione tra le due figure.

Nondimeno, al netto di simili (indubbie) convergenze, il fatto che le agenzie di *rating* si occupino, in generale, di offrire servizi di valutazione prognostico-statistica sull'affidabilità finanziaria (espressa in un simbolo alfanumerico) dell'emittente, anche, in un futuro prossimo, nel campo *ESG*⁷⁸, contrassegna la diversità più consistente: il revisore esterno non diffonde un giudizio sulla capacità dell'emittente di restituire il prestito "verde" (e, quindi, in tal senso, sulla sua affidabilità), ma, essenzialmente, il giudizio sul rispetto degli impegni dallo stesso assunti sull'impiego del denaro raccolto.

A proposito dei fattori *ESG* e, in particolare, della citata direttiva *CSRD*, è appena il caso di guardare a tale disciplina la quale prevede proprio che venga rilasciata – da parte di un prestatore indipendente di tale servizio – un'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità; il diritto nazionale, in sede di recepimento, ha assegnato tale compito a un revisore che abbia i requisiti di cui al decreto legislativo che disciplina la revisione legale dei conti il quale dovrà, nell'ambito della relazione di attestazione della conformità della

⁷⁵ Sulla registrazione e sui poteri di vigilanza dell'ESMA v. gli artt. da 14 a 35 del Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

⁷⁶ In questo senso si può menzionare l'art. 7, par. 1, del Regolamento n. 1060/2009 a mente del quale «un'agenzia di rating del credito garantisce che gli analisti di rating, i suoi dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il suo controllo e che partecipano direttamente alle attività di rating del credito dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti».

⁷⁷ Cfr., sotto questo profilo, l'Allegato I al Regolamento n. 1060/2009.

⁷⁸ In data 24 aprile 2024, il Parlamento europeo ha approvato, in prima lettura, la propria risoluzione legislativa sulla proposta di Regolamento sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), con l'obiettivo, come emerge dal testo approvato, di introdurre «un approccio normativo comune al fine di rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona governance e l'indipendenza delle attività di rating ESG, contribuendo alla trasparenza e alla qualità dei rating ESG e all'agenda dell'Unione in materia di finanza sostenibile».

rendicontazione di sostenibilità⁷⁹, esprimere le proprie conclusioni, tra l'altro, sulla conformità alle norme sui criteri di redazione e all'osservanza degli obblighi di informativa previsti dalla Tassonomia.

Il fatto che il recente decreto legislativo di recepimento preveda, oltre all'identità di requisiti, anche che il revisore della rendicontazione di sostenibilità possa essere lo stesso revisore incaricato della revisione legale del bilancio o un diverso revisore legale⁸⁰ potrebbe, invero, legittimare il rinvio alle riflessioni esposte sopra a proposito dell'esclusione della sovrapposibilità – quanto all'attività – tra il revisore esterno e il revisore dei conti. Tuttavia, com'è stato osservato, la natura dell'attività di “attestazione” della conformità della rendicontazione della sostenibilità sembra diversa da quella di revisione del bilancio⁸¹, avallando qualche ulteriore indugio nel confronto tra l'attività in questione e quella del revisore esterno.

Un'indagine di questo tipo dovrebbe, preliminarmente, muovere dall'uso dei due diversi lemmi atteso che occorre stabilire se quello (“attestazione”) di cui alla direttiva *CSRD* possa assumere identico o analogo significato rispetto a quello “revisione” di cui al nostro Regolamento.

La risposta sembra essere di segno negativo. Pur volendo far riferimento, come ha fatto chi si è occupato di approfondire la natura dell'attività di verificare (*rectius*, attestare) la rendicontazione di sostenibilità, al termine contenuto nella versione inglese della precitata direttiva (*assurance*)⁸², già solo sul piano terminologico le due attività paiono assumere una portata differente. A tracciare (ancor più) il *discrimen* sta anche il contenuto dell'attività svolta dall'attestatore e dal verificatore, non essendo imposta, nel Regolamento (e negli Allegati), l'adozione, da parte di questi ultimi, degli *standards* tipici dell'attività di *assurance*⁸³.

⁷⁹ In questi termini dispone l'art. 14-*bis* del d.lgs. n. 39/2010 così come introdotto dal citato decreto di recepimento della direttiva *CSRD*.

⁸⁰ Così l'art. 8 del decreto citato alla nota precedente.

⁸¹ Il punto viene dimostrato da F. SALERNO, *Il controllo esterno della rendicontazione di sostenibilità dopo la CSRD*, cit., 102 ss. ove l'A. evidenzia come sia la metodologia applicata nell'attestazione in discorso sia le conclusioni siano ben diverse rispetto a quelle che sono alle base della revisione legale dei conti.

⁸² Cfr., partitamente, F. SALERNO, *ivi*, 48 ss.

⁸³ Il rilievo è, ancora, di F. SALERNO, *ivi*, 61, per il quale «semberebbe quindi davvero opportuno un chiarimento in merito agli standard utilizzabili ai fini delle

Ciò non esaurisce, in ogni caso, il dubbio sull'assimilabilità dei compiti di carattere "attestativo" con l'attività del revisore esterno, atteso che la delimitazione appena compiuta può aver riguardo unicamente alla figura (e alla relativa attività) contemplata dalla direttiva *CSRD*.

Invero, guardando all'ordinamento interno, è nota la presenza, specialmente nel diritto della crisi d'impresa⁸⁴, di un soggetto, connotato da indipendenza⁸⁵, che è tenuto a svolgere un'attività che consiste, essenzialmente, nel controllo dei dati aziendali e nella condivisione di altrui valutazioni, vale a dire il «professionista indipendente»⁸⁶.

In effetti, mentre sulla seconda delle menzionate attività, si potrebbe istituire, almeno astrattamente, una qualche connessione tra il professionista indipendente e il revisore esterno, essendo quest'ultimo chiamato, come detto, a effettuare una valutazione ed emettere un

verifiche di competenza dei revisori esterni ed al rapporto con lo standard ISAE 3000 sino ad oggi normalmente utilizzato».

⁸⁴ Nel testo non ci si occupa di un'altra previsione che, nel diritto (questa volta) societario, si riferisce all'attestazione intesa come il rilascio di una valutazione finalizzata a fornire rassicurazioni su un aspetto specifico: si pensi all'art. 2343, comma 1, c.c. che richiede all'esperto, in caso di conferimento di beni in natura, una relazione nella quale vi sia «l'attestazione che il loro valore [sia] almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale e dell'eventuale soprapprezzo». Fermo quanto si dirà nel testo, l'interesse per un confronto tra l'esperto che redige la relazione giurata di stima e il revisore esterno non parrebbe foriero di risultati interpretativi degni di nota, attesa l'oggettiva eterogeneità delle attività svolte da ciascuno dei due soggetti.

⁸⁵ L'art. 2, comma 1, lett. *o*) impone il rispetto di requisiti che escludono ogni forma di collegamento (di parentela e professionale) con il debitore attinto dalla procedura, prescrivendo, segnatamente, che il professionista indipendente «soddisfi congiuntamente i seguenti requisiti: 1) essere iscritto all'albo dei gestori della crisi e insolvenza delle imprese, nonché nel registro dei revisori legali; 2) essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile; 3) non essere legato all'impresa o ad altre parti interessate all'operazione di regolazione della crisi da rapporti di natura personale o professionale (...)».

⁸⁶ Seppure caratterizzato dal requisito dell'indipendenza, non è, invece, ipotizzabile un confronto tra il verificatore esterno e l'esperto nominato nell'ambito della composizione negoziata della crisi, avendo quest'ultimo un compito ben diverso da quello assegnato al primo, ovvero quello di facilitare le trattative tra il debitore e i creditori (v., in tal senso, la stessa definizione di cui all'art. 2, comma 1, lett. *o-bis*, del Codice della crisi).

parere; nel caso del revisore esterno, pare, invece, mancare il controllo sui dati (e, su tutto, l'attestazione sulla veridicità degli stessi): il revisore esterno non risulta intestatario del dovere di verificare le informazioni (né la loro veridicità) poste a fondamento della scheda informativa o delle altre relazioni.

Intrattenendoci, ancora, con il diritto della crisi d'impresa, analoghe funzioni "attestative" sono altresì assegnate a un altro ente contraddistinto dal requisito dell'indipendenza, ovvero all'organismo di composizione delle crisi da sovraindebitamento (o, *breviter*, OCC), la cui vigente disciplina, accanto al compito già individuato, intesta all'OCC, in sintesi, la funzione di ausilio (per la ristrutturazione dei debiti)/assistenza (per la liquidazione del patrimonio) nella fase d'accesso alle diverse procedure, di svolgimento di adempimenti pubblicitari, di accesso alle banche dati, di tenuta dei rapporti con i creditori e, infine, di esercizio dell'attività di vigilanza (e di soluzione delle eventuali difficoltà insorte) nella fase esecutiva delle procedure.

In altra sede, è stata avanzata la tesi della natura pubblicistica di un siffatto ente, privilegiando, in particolare, la (espressa) qualificazione di articolazione interna dell'ente (pubblico) costituente⁸⁷. La somiglianza da quest'ultimo punto di vista (su cui *infra*) e la necessità che l'OCC, che è scelto dal debitore, risolva le situazioni di conflitto d'interesse rispetto agli affari trattati potrebbe avvicinare l'ente in discorso al revisore esterno. Tuttavia, sarebbe da considerare decisiva – in senso contrario – la (troppo) dilatata diversità di compiti (e ciò vale in generale e non solo per la richiamata funzione "attestativa").

In conclusione, pur potendo ravvisare nell'indipendenza una costante che accomuna le diverse figure esaminate a quella del revisore esterno⁸⁸, quest'ultimo resta collocato in un segmento autonomo, con

⁸⁷ Sia consentito rinviare, per la dimostrazione della tesi (e per un approfondimento sui compiti dell'OCC), a D. DE FILIPPIS, *La natura pubblica dell'organismo di composizione della crisi*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 494 ss.

⁸⁸ Osserva, opportunamente, F. SALERNO, *Il controllo esterno della rendicontazione di sostenibilità dopo la CSRD*, cit., 118, come «l'indipendenza, quale necessaria condizione in assenza della quale il controllo non può assolvere la sua funzione, assume un generale rilievo sistemico che consente di ipotizzare l'esistenza di "un unico concetto" che, pur nella diversità dei soggetti coinvolti e della tipologia dei controlli, pone in maniera generalizzata "l'esigenza di limitare il rischio di trovarsi in condizioni di dipendenza nei confronti di coloro verso i quali si rivolge l'attività di vigilanza"».

l'assegnazione di una funzione di revisione che, allo stato, non risulta riconducibile ad alcuno dei modelli già sperimentati dell'ordinamento, permettendo di insistere, ancora, nella ricerca della funzione che il revisore potrebbe venire a rivestire nell'ecosistema della finanza sostenibile.

Prima di farlo, però, è necessario svolgere un ulteriore cenno ai controlli assegnati, nell'EUGBR, all'Autorità di vigilanza a partire, come detto, dalla registrazione per l'ingresso del revisore esterno nel "mercato" che ci occupa.

5. *Il ruolo dell'ESMA*

In generale, l'attribuzione all'ESMA della vigilanza diretta non è una novità, potendosi richiamare, per esempio, quanto previsto, per la stessa Autorità, proprio con riferimento alle agenzie di *rating*⁸⁹; seguendo un'analogia impostazione, il Regolamento intesta, allora, alla predetta Autorità una nutrita messe di competenze.

Difatti, accanto alla registrazione (e alla sua revoca⁹⁰), all'ESMA vengono, nello specifico, assegnati poteri di indagine e di ispezione sui revisori esterni. I primi consistono nella possibilità, accordata ai funzionari dell'ESMA, di esaminare documenti o altro materiale pertinente all'esecuzione dei compiti affidati al revisore, convocare e chiedere spiegazioni oppure organizzare audizioni⁹¹. Con le ispezioni in loco, l'ESMA può svolgere, anche senza preavviso, ispezioni presso i locali, i terreni e gli immobili delle persone giuridiche cui la stessa Autorità può richiedere informazioni⁹².

Propedeutica all'esercizio di siffatti poteri è, per l'appunto, la richiesta di informazioni che l'Autorità può rivolgere finanche a «qualsiasi persona direttamente coinvolta nelle attività di valutazione del revisore esterno» o a «chiunque agisca o si presenti come un revisore esterno, senza essere registrato come tale»⁹³, dovendo

⁸⁹ Per una riflessione sull'argomento v. M. LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 448 ss.

⁹⁰ I motivi che possono condurre alla revoca della registrazione sono indicati, partitamente, dall'art. 59, par. 2, EUGBR.

⁹¹ Sulle indagini generali cfr. l'art. 55 dell'EUGBR.

⁹² S'occupa delle ispezioni in loco l'art. 56 dell'EUGBR.

⁹³ In questi termini è l'art. 54, par. 1, lett. d) e g), EUGBR.

l'Autorità medesima, nondimeno, dichiarare la finalità della richiesta, specificare le informazioni pretese e indicare altresì la sanzione pecuniaria potenziale «laddove le risposte alle domande poste siano inesatte o fuorvianti»⁹⁴.

In caso di commissione di violazioni quali, tra le altre, il mancato rispetto delle norme sull'organizzazione interna (e, quindi, sull'indipendenza), la presentazione di false dichiarazioni al momento della presentazione della domanda di registrazione, la mancata trasmissione di informazioni, «il fatto di ostruire o non conformarsi ad un'indagine»⁹⁵, le misure di vigilanza consentono all'Autorità l'adozione di una decisione che potrebbe comportare la già menzionata revoca della registrazione, il divieto temporaneo, per il revisore stesso, di esercitare l'attività, l'irrogazione di sanzioni pecuniarie⁹⁶ o di penalità di mora⁹⁷.

Indubbiamente, il fatto di aver accentrato le competenze (e i poteri sanzionatori) in capo a un'unica autorità non può che comportare, com'è stato osservato, la formazione di una condizione di parità di trattamento dei revisori esterni stabiliti nei diversi Stati insieme a una riduzione dei costi per i revisori stessi, i quali traggono vantaggio, per di più, dall'aver un'unica autorità di vigilanza in luogo di una pluralità di autorità nazionali, con il (potenziale) rischio, in quest'ultimo caso, di una frammentazione sul piano normativo e della vigilanza⁹⁸. In più, all'ESMA viene, in svariate norme, attribuita una competenza a elaborare schemi o progetti di norme tecniche con il (chiaro) obiettivo di favorire un'applicazione, per l'appunto, uniforme del Regolamento⁹⁹.

⁹⁴ Cfr., sempre, l'art. 54, par. 2, EUGBR, ma v. pure, nello stesso senso, il par. 3 che vale per la fornitura di informazioni mediante decisioni.

⁹⁵ Così l'art. 60, par. 1, lett. d), EUGBR. Le altre violazioni indicate sono pure contemplate dalla predetta norma.

⁹⁶ Per la commisurazione della sanzione pecuniaria si rinvia all'art. 60 dell'EUGBR.

⁹⁷ In base a quanto previsto dall'art. 61 dell'EUGBR, la penalità di mora viene inflitta per obbligare una persona a porre termine a una violazione oppure a fornire, in maniera completa, le informazioni richieste mediante decisione oppure a sottoporsi a un'indagine o a un'ispezione.

⁹⁸ L'osservazione è di N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 41.

⁹⁹ Sotto questo profilo, è da tenere presente che l'ESMA ha avviato – di recente – una consultazione, rivolta principalmente a soggetti che si candidano a divenire

Vero è, però, che le Autorità nazionali non vengono, del tutto, estromesse dalla vigilanza, concentrandosi quest'ultima unicamente nei riguardi degli emittenti. Il Regolamento in commento attribuisce, infatti, all'autorità competente dello Stato membro d'origine designata ai sensi dell'articolo 31 del già citato Regolamento (UE) 2017/1129 (*i.e.*, per l'Italia, la Consob) la vigilanza sugli emittenti per il rispetto degli obblighi di trasparenza e, quindi, dei precetti relativi alla scheda informativa e alle relazioni sull'allocazione dei proventi e sull'impatto (*v. supra*).

Nell'esercizio della vigilanza, i poteri delle autorità competenti afferiscono, sostanzialmente, all'osservanza degli obblighi informativi e, quindi, consentono all'Autorità di richiedere agli emittenti di pubblicare le schede informative e di diffondere revisioni e valutazioni e, sul piano "sanzionatorio", sospendere un'offerta in caso di «motivi ragionevoli per sospettare che l'emittente» non abbia rispettato uno degli obblighi informativi oppure, nei casi più gravi, proibire un'offerta o, ancora, sospendere o proibire la pubblicità da parte dell'emittente. Non mancano, dipoì, poteri equivalenti a quelli dell'ESMA quali, specialmente, la possibilità di effettuare indagini o ispezioni¹⁰⁰.

Nella prospettiva del coordinamento tra autorità competenti, il Regolamento prevede comunque lo scambio di informazioni e la cooperazione nelle indagini, nella vigilanza e nel contrasto delle violazioni¹⁰¹, con l'assegnazione all'ESMA altresì di un potere "di ultima istanza" per l'ipotesi in cui un'autorità competente respinga una richiesta di cooperazione oppure non dia seguito alla richiesta «entro un termine ragionevole»¹⁰².

Il (sintetico) quadro così tracciato restituisce l'idea di un apparato di vigilanza in grado di realizzare un *enforcement* di tipo pubblicistico, con la peculiarità di porre i "controllori" (= i revisori esterni) sotto la

revisori esterni e agli emittenti (o associazioni che raggruppano questi ultimi), con lo scopo di consentire all'Autorità di sviluppare norme tecniche con riguardo a: (a) requisiti dell'alta dirigenza; (b) sana e prudente gestione; (c) conoscenze analitiche; (d) esternalizzazione delle attività e dei moduli di valutazione; (e) modelli e procedure per la registrazione.

¹⁰⁰ I poteri delle autorità competenti sono elencati all'interno dell'art. 45 dell'EUGBR.

¹⁰¹ Alla cooperazione tra autorità competenti è dedicato l'art. 46 dell'EUGBR, ma *v. pure* gli artt. da 47 a 53 dello stesso Regolamento.

¹⁰² Cfr. l'art. 46, par. 5, dell'EUGBR.

vigilanza di un'unica Autorità sopranazionale, lasciando – per il rispetto, da parte dell'emittente, delle regole di carattere informativo – spazio a quelle di ogni singolo Stato membro.

In mancanza di questo binomio regolatorio, la disciplina da ultimo dettata non si sarebbe discostata di molto da quella adottata in modo volontario che, nei termini esposti poco prima, prevede, analogamente, l'utilizzo di una "certificazione" e il ricorso a forme di revisione esterna (anche se, nel modo, variamente articolate).

6. I "controlli" nella disciplina sui green bonds: pubblico e privato nell'ecosistema della finanza sostenibile

In senso critico rispetto alla soluzione di apprestare ai precetti contenuti nel Regolamento sulle obbligazioni verdi un sistema di controlli di tipo pubblicistico è stato, tuttavia, osservato come tale vigilanza potrebbe rivelarsi insufficiente per raggiungere sia gli obiettivi ambientali sia quelli dei mercati finanziari. Si sostiene, partitamente, che, una volta consentito all'emittente di fregiarsi del "marchio", i titolari degli strumenti emessi sarebbero generalmente privi di efficaci meccanismi di *private enforcement* relativi agli stessi titoli¹⁰³.

Di segno contrario è, invece, quell'opinione che, sposando la tesi della *hybridity* tra governo privato e regolazione pubblica, sostiene che, nella materia dei *green bonds*, occorrerebbe coinvolgere i privati nei processi normativi e di applicazione delle regole, poiché il predetto ibridismo pubblico-privato consentirebbe di evitare di imporre ai partecipanti al mercato costi di adeguamento particolarmente elevati, nonché migliorerebbe la produzione normativa¹⁰⁴.

Sta di fatto che quest'ultima opzione interpretativa non pare più praticabile nell'attuale contesto normativo stante l'evoluzione, in ambito europeo, nel senso di lasciare agli emittenti (privati) un ruolo, a quanto pare, marginale e, nella specie, limitato alla possibilità di partecipare alle forme di consultazione che le Autorità competenti e l'ESMA intendono avviare per implementare una disciplina cui,

¹⁰³ L'opinione riferita nel testo è di M. PYKA, *The EU Green Bond Standard: a plausible response to the deficiencies of the EU Green Bond Market?*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2023, spec. 633.

¹⁰⁴ La tesi è di S. KIM PARK, *op. cit.*, 38 ss.

altrimenti, gli stessi emittenti sono assoggettati se intendono “colorare” di verde i propri titoli.

Ciò non implica, però, l’adesione all’altra opinione che è stata riferita. Il profilo della vigilanza (o, se si preferisce, dei controlli) e quello del *private enforcement* (o, anche, della responsabilità) non paiono, invero, sovrapponibili e, al contrario di quanto si sostiene, la regolazione così come concepita dal Regolamento potrebbe aiutare a realizzare gli obiettivi (sia pure ambiziosi) che la transizione ecologica si prefigge di raggiungere.

Il doppio livello di controlli pubblici permetterebbe, in particolare, l’emancipazione dal difettoso funzionamento dei meccanismi di revisione e di vigilanza sulla revisione che caratterizzano i *Green Bond Principles* e i *Climate Bonds Standard* a cui si è, in precedenza, fatto cenno. A monte, non è neppure trascurabile che le regole che l’emittente è tenuto ad applicare non rappresentano il frutto della scelta autonoma dell’emittente di sottoporsi a una disciplina formatasi, in via convenzionale, in seno a un’associazione di categoria o a un’istituzione privata bensì trattasi di norme di diritto positivo. E, in questa logica, pare porsi anche la scelta di regolare (e vigilare) la revisione esterna.

Più nello specifico, la revisione esterna si appalesa come uno strumento pensato – anche nell’ambito della disciplina convenzionale – a presidio della correttezza dell’informazione che l’emittente fornisce all’investitore, con l’obiettivo di prevenire fenomeni “distorsivi” ai quali si è precedenza accennato (v., su tutti, il *greenwashing*).

Nel contesto delle obbligazioni verdi europee, la funzione della revisione esterna appare dunque, ulteriormente, connotarsi: (i) da un lato, quale forma di garanzia per gli investitori, (ii) dall’altro, a sua volta, soggetta a un controllo di tipo pubblicistico affidato a un’unica Autorità di vigilanza, senza contare che, come detto, l’informazione veicolata dall’emittente subisce comunque un controllo da parte delle (singole) autorità competenti.

In questa prospettiva, non parrebbe ardito sostenere che la scelta compiuta all’interno del Regolamento di recente conio colloca la revisione esterna in una posizione mediana tra il privato e il pubblico: l’emittente sceglie il revisore esterno ma quest’ultimo, oltre a dover essere registrato, deve svolgere il proprio compito in modo indipendente, divenendo, a sua volta, parte integrante (o, se si preferisce, il primo “filtro”) di quel “sistema” di controlli (pubblici) già

descritto.

Una collocazione, in effetti, non nuova se si pensa alla scelta effettuata, sempre in sede sovranazionale, a proposito dell'attestazione di conformità (v. *supra*), sicché siffatte soluzioni paiono sintomatiche, con buona probabilità, del (più generale) convincimento che l'effettiva realizzazione degli obiettivi posti dalla finanza sostenibile non sia affidata unicamente all'emittente o alle società che sono tenute all'informativa sulla sostenibilità ma, accanto a questi, a soggetti indipendenti in grado di valutare il rispetto, perlomeno con riguardo ai profili informativi, di quegli obiettivi. In tal modo, si permetterebbe altresì al diritto (e alla verifica della sua effettiva applicazione) di riacquistare terreno rispetto al governo (*rectius*, regolazione) delle fattispecie (verdi e sostenibili) della finanza. Costatazione (a quanto pare, non scontata) che conferma quanto si diceva in sede di premessa a proposito delle linee evolutive della sostenibilità e della finanza sostenibile e verde.

Le conclusioni raggiunte a proposito della funzione della revisione esterna non consentono di risolvere, in radice, (tutte) le criticità che potrebbero emergere.

Per quello che interessa in questa sede, potrebbe rivelarsi, a tacer d'altro¹⁰⁵, problematica la gestione dei profili di responsabilità diretta del revisore esterno nei confronti del titolare di obbligazioni verdi europee; profilo che non sembra essere stato affrontato nel Regolamento: non è mancato chi ha sostenuto la necessità di introdurre un meccanismo di responsabilità civile simile a quello applicato alle agenzie di *rating*, che opererebbe in modo “decentralizzato” e consentirebbe agli investitori “verdi” di intraprendere le proprie azioni

¹⁰⁵ In dottrina, in senso critico, è stato fatto altresì l'esempio dell'opinione negativa espressa nell'ambito della revisione esterna sulla relazione d'impatto la quale potrebbe sì essere utile nel senso di formare una reputazione negativa in capo all'emittente, ma ciò non impedirebbe agli investitori di disinvestire: così E. CERRATO GARCÍA, F. AGOSTINI, *The green bonds market in the light of European Commission's Proposal: implications for greenwashing liability*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. Ramos Muñoz, A. Smolenska (a cura di), Palgrave Macmillan, 2023, 156, i quali aggiungono come «especially negative opinions could be a particularly powerful tool to discourage investors from financing certain issuances or certain companies, although a negative external review does not necessarily lead to conclude that such a bond will not become part of a portfolio of mixed assets to be sold on the secondary market».

quando vengono danneggiati, rafforzando, così, in generale il livello di applicazione delle norme da poco introdotte¹⁰⁶.

¹⁰⁶ Tale proposta è stata avanzata da N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 47.