

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

SOMMARIO

ANTONIO DI CIOMMO, Tra *tokenizzazione* 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

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 “condivisione” 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 tassativi 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 indeterminazione 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, intellegibili 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, *Schyns*, 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 fideiussioni “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 eurounitario 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, dichiara 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. TASIIOU, C. ZOPOUNIDIS (eds.), London, 2023, 91; C. GAGANIS, F. PASIOURAS, M. TASIIOU, *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 BUONAURO, *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)); ricorda 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 stingingenti 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, allorché 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 la 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 responsabilités civiles?*, 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 société vigilante ou l'exposition au risque de responsabilité pénale*, in *JCP éd. E*, 2023, 1245; A. LECOURT, *Nouvelles précisions sur l'action en responsabilité 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 société 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 responsabilité civile dans la loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*, in *Recueil Dalloz*, 2017, 1610.

⁹⁹ Le emissioni Scope 3 sono tutte quelle connesse all’attività della società che non rientrano nello Scope 1, relativo alle emissioni della società medesima, o Scope 2, sulle emissioni relative alla mobilità 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. ZAMMITTI, *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-IPOS 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. TASCIA, *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 1.6ter, 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; GreenItaly 1 with PrimaVera; GelsenaltaFoodd 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 Strs 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. HAAß 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.

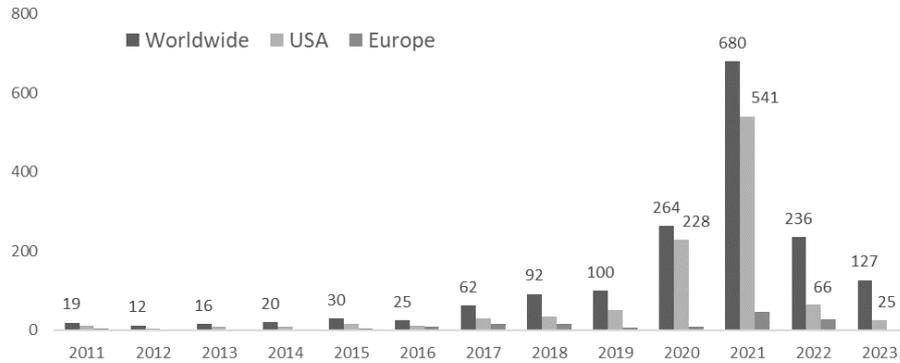


Figure 1. Number of completed SPACs listed worldwide and in the U.S. and Europe separately in 2011 - 2023. Data source: Refinitive Eikon and author's calculations.

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.

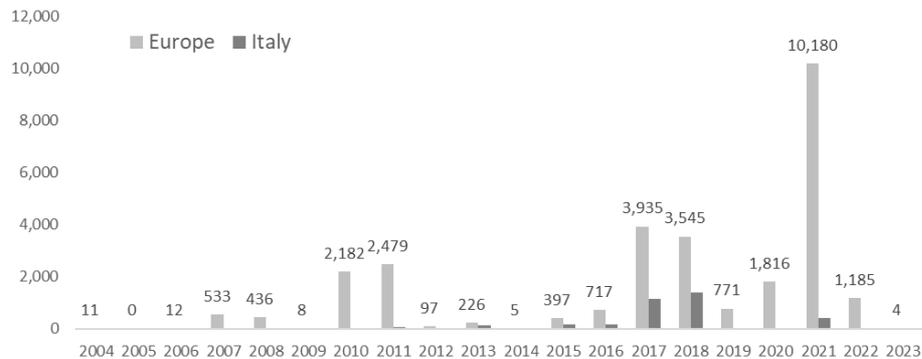


Figure 2. The funds raised by SPACs in Italy and Europe from 2004 to 2023 in millions USD. Data source: Refinitive Eikon and author's calculations.

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.

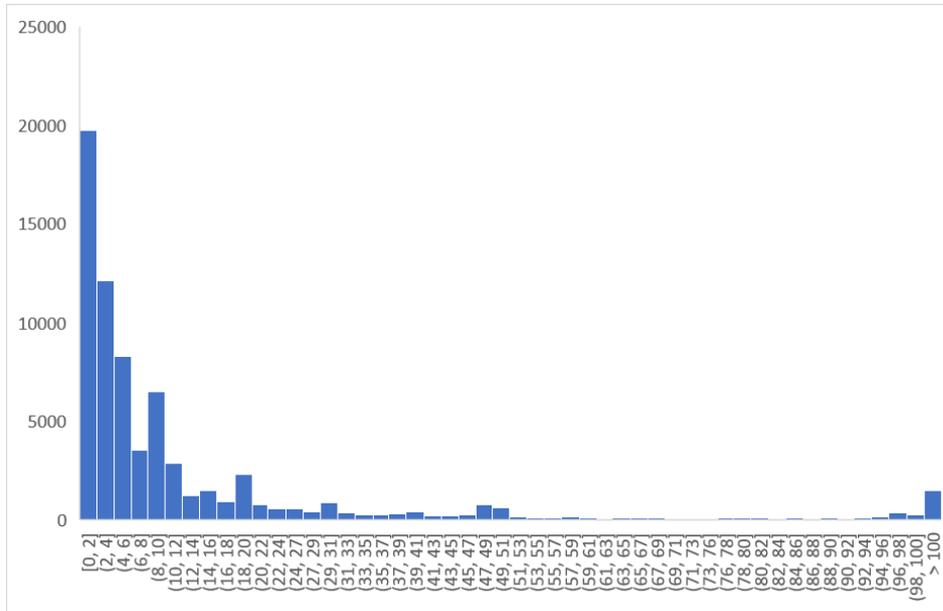


Figure 3. Distribution of trade lot sizes, '000 Euro. Data sample of trades is from 2011 to April 2022.

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.

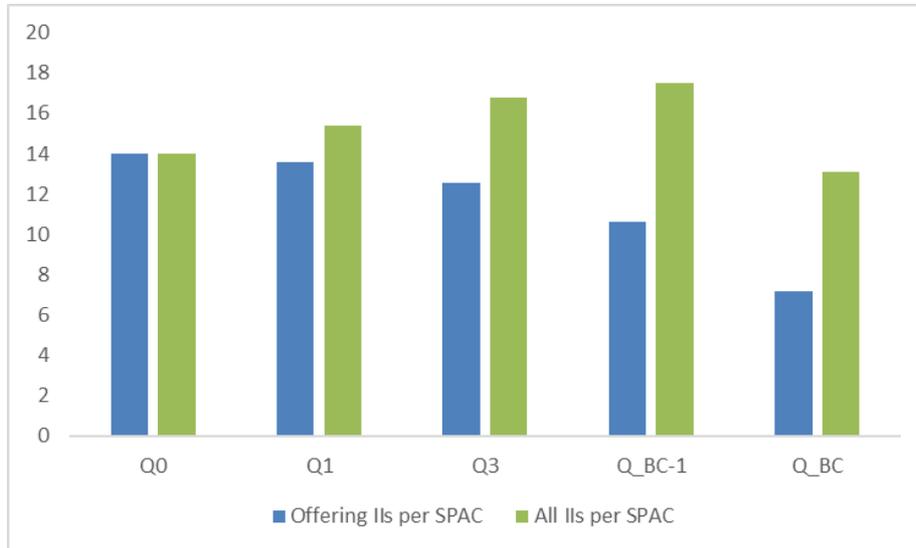


Figure 4. Average number of institutional investors at the end of the selected quarters. Source: Refinitive Eikon Shareholder Reports and authors' calculations.

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.

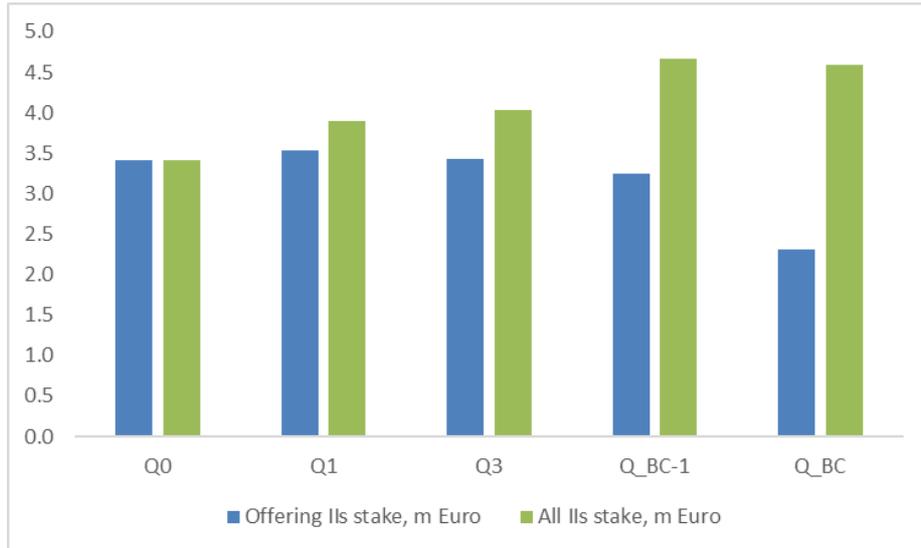


Figure 5. Average total value of Institutional investors SPACs' shareholdings at the end of the selected quarters. Source: Refinitive Eikon Shareholder Reports and authors' calculations.

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.

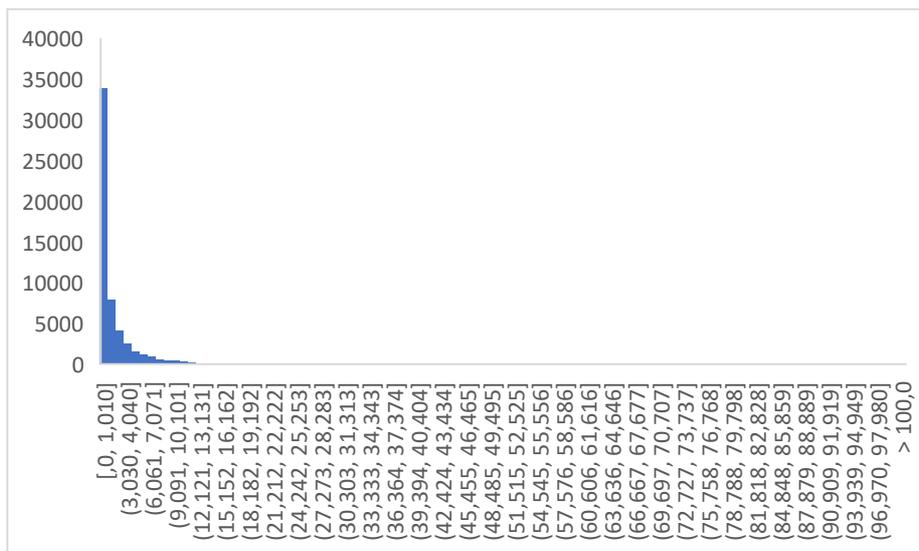


Figure 6. Distribution of warrant trade lot sizes, '000 Euro. Source: Borsa Italiana S.p.A. and authors' calculations. Data sample of trades is from 2011 to April 2022.

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
<u>1-year returns</u>								
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.

<hr/>								
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%	-
<hr/>								

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.

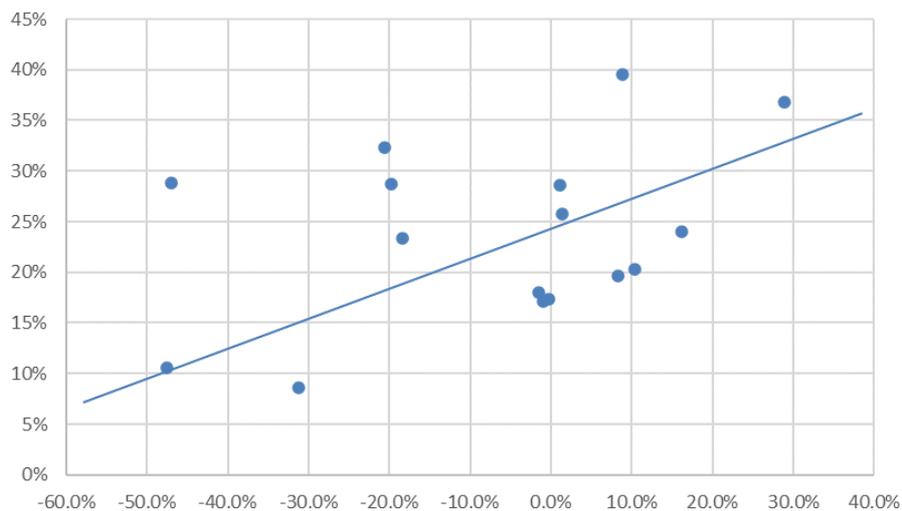


Figure 7. Actual share value dilution (vertical axis) against the IPO-index adjusted abnormal 1-year return for the sample of 18 AIM Italia SPACs that formed the business combination with a target and had one year of return data.

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 certifying 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.

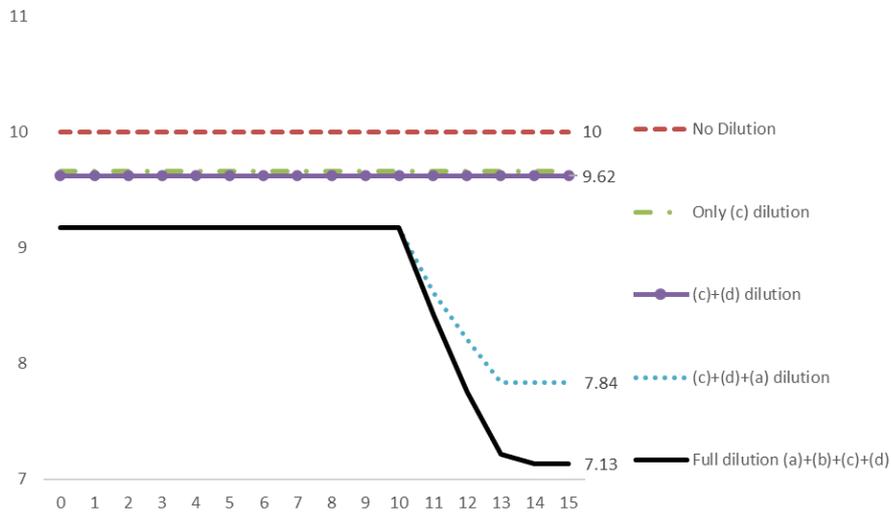


Figure 1. SPAC share dilution and structural costs for various levels of the share price. (a) is the dilution costs caused by the *azioni speciali* (i.e. the sponsor promote), (b) is the dilution costs caused by warrants given to investors at the IPO stage and de-SPAC stage, (c) is the dilution due to 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 artt. 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 cibersicurezza» (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.

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'instestazione 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/capitalizzazionisettoriale_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 e debba 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 satisfattivo 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.