

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2023

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, 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,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

PIERGIUSEPPE SPOLAORE, Scientific and Regulatory Approaches to “Green” Central Banking: The State of The Art from a Legal Perspective	493
CHIARA PRESCIANI, La ristrutturazione aziendale come elemento strategico? Riflessioni sui rapporti tra consiglio di amministrazione e amministratore delegato nella gestione della crisi	561
FRANCESCO CAPRIGLIONE, Una strana vicenda: la mancata ratifica del <i>Mes</i>	589
GIORGIO MATTARELLA, L’attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l’assenza di una regolazione <i>cross-sectoral</i>	619

SOMMARIO

MARCO SAGLIOCCA, La “lista del consiglio uscente”: tra evoluzione della prassi e istanze di regolamentazione 493

LUDOVICA SERELLI, Il rapporto tra il pegno e l’apertura del fallimento. Notazioni su revocabilità dell’escussione e par condicio creditorum 523

Scientific and Regulatory Approaches to “Green” Central Banking: The State of The Art from a Legal Perspective

SUMMARY: 1. Introduction – 2.1. Literature review. – 2.2. Literature. – 2.3. Discussion. 3. – Regulatory overview. – 3.1. Set of tools. – 3.2. The European Central Bank. – 3.3. The US Federal Reserve System. – 3.4. The Bank of England. – 3.5. The Bank of Norway (Norges Bank). – 3.6. The Bank of Japan. – 3.7. The People’s Bank of China – 3.8. Main results of the regulatory overview.

1. Introduction

In 2015, Bank of England’s former Governor Mark Carney urged central bankers to start tackling the consequences caused by climate change.¹ It is not an exaggeration to say that such speech was one of the turning points in the recent history of central banking, being it the first time that the impact of climate change on central banking and on the financial system gained institutional recognition.

The severity of climatic events that recently occurred throughout the world (especially, but not only, in 2021), combined with the mixed results of both the COP26² and the COP27,³ shows – if needed – the materiality and the urgency of the several issues raised first by Mr.

¹ M. CARNEY, *Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability*, London, 29 Sept. 2015, <https://www.bis.org/review/r151009a.htm>.

² Although the evaluation of the COP26’s outcomes varies across countries and the political spectrum, it can be considered generally understood that it fell short of the goals it had been aiming at (e.g., M. JOSELOW, *Five big takeaways from COP26*, in *The Washington Post*, 15 Nov. 2021; R. MEYER, *Climate Hype Might be the Ticket to Decarbonization*, in *The Atlantic*, 12 Nov. 2021; *COP26 ends with a pact that is neither a triumph nor a trainwreck*, in *The Economist* 13 Nov 2021; M. WOLF, *Dancing on the edge of climate disaster*, in *Financial Times*, 23 Nov. 2021; however, compare with VIVES, *Was COP26 Cheap Talk?*, in *Project Syndicate*, 17 Nov. 2021).

³ However, several commentators appear slightly less pessimistic with regard to the COP27 than to the COP26: D. WALLACE-WELLS, *The World Took a Bold, Toothless Step Forward on Climate Justice*, in *The New York Times*, Nov. 23, 2022; *Should rich countries pay for climate damage in poor ones?*, in *The Economist*, 24 Nov. 2022; M. BOEV, *An Annual Check-Up for the Climate Movement*, in *Project syndicate*, 4 Jan. 2023. The COP27 final statement is available at <https://unfccc.int/documents/624444>.

Carney's call. Consistently, the number of central banks' governors and/or officials that share Mr. Carney's view, if not to favor an even more proactive approach, has been constantly rising since.

Just to name a few, in 2018 Benoît Cœuré, then ECB's Executive Board Member, delivered a speech focused entirely on the role of central banks in respect to climate change, arguing that it is within their current mandate and powers to mitigate the financial and economic consequences of climate change.⁴ In her position of ECB's President, Christine Lagarde expressed analogous remarks first in 2019, and then several times in 2020 and 2021.⁵ Similar concerns echo in a publication by Bank of France's Governor Villeroy de Galhau dated 2019, as well as in a speech of his in October 2021. In November 2019, Bank of Norway's Deputy Governor presented a talk captioned "Climate change, climate risk and Norges Bank", and in October 2021 the Bank of Norway hosted a workshop titled "Climate change and central banking – a Nordic perspective".

After some years of reluctance, the other side of the Atlantic has also joined the chorus. Lael Braenard (FED Board of Governors' Member) signaled the issue first in 2019, and then repeatedly in 2020 and 2021.⁶ Eventually, also FED Board of Governors' Chair Jerome Powell stated, in October 2021, that «Climate change poses significant challenges for the global economy and the financial system. The public rightly expects us to work to ensure the financial system is resilient to climate-related financial risks. We appreciate the magnitude of the challenges ahead of us and the Federal Reserve is committed to doing our part».⁷

The central banks of the biggest Asian economies have started to get involved with the topic as well. For example, on July 16th, 2021, the Bank of Japan issued a formal statement outlining its «Strategy on Climate Change». Moreover, the People's Bank of China adopted Guidelines for Establishing the Green Financial System as early as 2016.⁸

In short, it is possible to say the engagement of central banks with the consequences of climate change did not remain a mere hypothesis

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181108.en.html>.

⁵ For further references, see below para. 3.2.

⁶ For further references, see below para. 3.3.

⁷ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20211021c.htm>

⁸ For further references, see below para. 3.

confined in theoretical debates or statements but has become meanwhile a matter of actual regulatory decisions, as reported more thoroughly below.

These developments caused different kinds of reactions by academics and experts, which include former governors and central banking officials. As a result, within a relatively brief span of time the topic has been examined in dozens of papers, articles, and contributions, coming from different fields of the economical and legal sciences.

In order to contribute to the further development of such elaborate debate, this paper aims at:

- providing for a reasoned review of the relevant literature;
- classifying the set of potential tools to be used by central banks (CBs) for “green” purposes;
- reporting the activities and decisions currently carried out (or under discussion) for “green” purposes by some specific central banks, against the backdrop of their respective legislative and regulatory status.

The article is structured as follows. Para. 2 contains the results of the literature review (para 2.2), which are presented with a common frame of the questions which are most frequently addressed in the relevant studies, described in para 2.1. Para. 2.3 summarizes and briefly discusses such results and identifies some established trends. Based on the state of the art, Para. 3 defines first a set of tools which CBs can turn to in dealing with the consequences of climate change and classifies such tools in the (more or less) conventional categories of central banking activities (para. 3.1). Paragraphs 3.2-3.7. display the individual results of the regulatory overview conducted on a sample of central banks.

2.1. *Literature review.*

The following literature review reports the main outcomes of the relevant scientific investigations (and expert opinions) published⁹ until March 2023, to the best of the author’s knowledge. The information is conveyed after having identified the issues that are most frequently

⁹ Even if only as preliminary working papers.

addressed by the analyzed studies. Therefore, the report presents the existing literature using a common frame structured on the basis of such issues [table 1], which represent the core of the debate on the involvement of central banking with climate change.

Table 1.
a. Is an intervention by CBs in the consequences of climate change desirable and is it encompassed by the current mandate(s) of central banking?
b. Which kinds of tools can or should CBs use?
c. Is there a legal basis for enacting such tools?
d. Should the intervention be a reason of concern from the point of view of the central banks' independence/neutrality/accountability?

If a paper does not address one or more of these questions, the corresponding line is empty. If the answer to one or more question is not given explicitly but can be implicitly derived as an assumption of the work, the corresponding line reports that as such.

As one might imagine, this way of presenting the information comes at the expense of the details that are disclosed and carries, as a result, a certain level of approximation. Nonetheless, the benefits in terms of concision aside, it has the upside of allowing an easy comparison between the several studies as well as of facilitating an assessment of the evolution of the literature over time.

The exposition follows a chronological order. However, studies published by the same group of authors (or by the same first author) are reported in a row.

The report ends with a summary of main outcomes and of the views which are generally accepted (or significantly prevailing), *on the one hand*, and of the open questions, *on the other hand*.

The outcomes of the review set the landscape for the subsequent policy and regulation survey, as the proposed classification draws on the previous literature.

2.2. Literature.

CAMPIGLIO (2016) ¹⁰	a. yes.
	b. Analyzes pros and cons of green differentiated reserve requirements as a tool to incentivize financing to low-carbon sectors as well as its interplays with monetary policy.
	c.
	d.
SCHOENMAKER and VAN TILBURG (2016) ¹¹	a. Governmental policy as best option.
	b. b.1. climate stress-tests b.2. large exposure limits b.3. proposal of a “brown penalizing factor” in capital requirements (Pillar 1) b.4. individual capital add-ons (Pillar 2)
	c.
	d.
BATTISTON, MANDEL, MONASTEROLO, SCHÜTZE, AND VISENTIN, (2017) ¹²	a. the work estimates the exposure of the European financial system to climate risk. The authors conclude that «while climate- related financial information disclosure is crucial for risk evaluation, a stable policy framework is necessary to resolve the multiplicity of possible outcomes.».

¹⁰ E. CAMPIGLIO, *Beyond carbon pricing: The role of banking and monetary policy in financing the transition to a low-carbon economy*, in *Ecological Economics*, 2016, 220-230.

¹¹ D. SCHOENMAKER and R. VAN TILBURG, *What Role for Financial Supervisors in Addressing Environmental Risks?*, in *Comparative Economic Studies*, 2016, 317-334.

¹² S. BATTISTON, A. MANDEL, I. MONASTEROLO, F. SCHÜTZE, and G. VISENTIN, *A climate stress-test of the financial system*, in *Nature Climate Change*, 2017, 283-288.

	The authors do not explicitly address whether CBs should autonomously take action or not.
	b.
	c.
	d.

DOMBROVSKIS (2017) ¹³	a.
	b. Proposal of a “green supporting factor” in banking capital requirements: easing the weight of green investments/finance in the calculation of capital ratios (Pillar 1)
	c.
	d.

DIKAU and RYAN COLLINS (2017) ¹⁴	a.
	b. define “green credit allocation policies” (targeted refinancing lines, differential reserve requirements, credit quotas) and “Green prudential and macroprudential policies” (stress testing, counter-cyclical capital buffers, climate risk weighted assets, large exposure restrictions), and analyze their implementation by CBs in emerging markets (Bangladesh, Brazil, China, India, Indonesia, South Korea)
	c.
	d.

¹³ V. DOMBROVSKIS, *Greening finance for sustainable business*, 12 Dec. 2017, available at: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_5235.

¹⁴ S. DIKAU and J. RYAN COLLINS, *Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies*, New Economics Foundation, 2017, available at: www.neweconomics.org.

MATIKAINEN, CAMPIGLIO, and ZENGHELIS (2017) ¹⁵	a. yes, «monetary policy should seek to support these general economic objectives [managing of climate risk] without conflicting with their primary objective of price stability». The ECB's and Bank of England's quantitative easing, "QE" (corporate sector bond purchase program, "CSPP") are carbon-biased. This is not consistent with the declared aim of avoiding/mitigating climate financial risks. b.1. With regard to the current CSPP: - transparency/disclosure on the purchased assets and on the selection process - «study the implications of a structural carbon bias in their asset purchases, and whether this meaningfully affects asset prices and debt issuance, such that it contributes to asset mispricing and carbon lock-in» b.2. In general. A. «consider their role in aligning policy with the larger effort to support the transition to a low-carbon economy [...] and take a more proactive approach to incorporating climate considerations into their purchase strategies»: i. eligibility criteria for purchasable assets in ratings ii. green QE (prioritize green assets over brown assets). Questionable, as it can cause distortions. iii. purchase of (green) bonds from public development banks (EIB). B. cooperation with fiscal policy makers and regulators. Oppose changes to collateral eligibility requirements, instead favoring interventions to facilitate green assets to become eligible.
---	---

¹⁵ S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *The climate impact of quantitative easing*, Grantham Institute Policy paper, London, 2017 available at: https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf

	C. “macroprudential” regulation/intervention. Differentiated green reserve requirements; green/brown risk weighing in capital requirements.
	c. with regard to b.2.A.iii., questionable legal basis.
	d.

MATIKAINEN (2017) ¹⁶	a.
	b. argues against the introduction of a green supporting factor in capital requirements (Pillar 1), because of the lack of evidence that green assets are safer than brown ones.
	c.
	d.

MONASTEROLO, BATTISTON, JANETOS, and ZHENG (2017) ¹⁷	a. In aiming at assessing the financial exposure to climate risk, the authors point out how the market dynamics are impaired by the lack (i) of comparable indicators of exposure and (ii) of information regarding the market share of each participant (i.e., the individual contribution to the overall risk).
	b.
	c.
	d.

¹⁶ S. MATIKAINEN, *Green doesn't mean risk-free: why we should be cautious about a green supporting factor in the EU*, 2017, available at: <https://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/news/eu-green-supporting-factor-bank-risk/>.

¹⁷ I. MONASTEROLO, S. BATTISTON, A.C. JANETOS, and Z. ZHENG, *Vulnerable yet relevant: the two dimensions of climate-related financial disclosure*, in *Climate Change*, 2017, 495-507.

VAN LERVEN and RYAN-COLLINS (2017) ¹⁸	a. yes, since climate change is a risk for financial stability.
	b. - macroprudential policy (green capital ratios) (Pillar 1) - lending quotas (green/brown lending) - green QE, but with arrangements that would avoid potential distortive effects.
	c.
	d.

EUROPEAN BANKING FEDERATION (2018) ¹⁹	a.
	b. b.1. Proposal of a “green supporting factor” in banking capital requirements: easing the weight of green investments/finance in the calculation of capital ratios (Pillar 1). Specific wording of a new provision (article 501bis) of the Capital Requirements Regulation (No 575/2013) b.2. high quality green assets as collateral in CBs’ financing operations
	c.
	d.

MC DANIELS	a.
	b. overview
	c.
	d.

¹⁸ F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *Central Banks, Climate Change and the Transition to a Low-Carbon Economy*. New Economics Foundation, London, 2017, available at: https://neweconomics.org/uploads/files/NEF_BRIEFING_CENTRAL-BANKS-CLIMATE_E.pdf.

¹⁹ EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Towards a Green Finance Framework*. Brussels-Frankfurt: European Banking Federation, 2018, available at: <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/towards-a-green-finance-framework/>.

and ROBINS (2018) ²⁰	
------------------------------------	--

CAMPIGLIO, DAFERMOS, MONNIN, RYAN- COLLINS, SCHOTTEN, and TANAKA (2018) ²¹	a. «The primary responsibility for managing the transition to a low- carbon economy rests with the elected governments. However, if it is true that climate change is indeed “the greatest and widest-ranging market failure ever seen”, a smooth low-carbon transition will require the implementation of a comprehensive set of policies, some of which might involve the collaboration of central banks and financial regulators». «This cooperation will not require a modification of the mandate of central banks. Supporting the development of more comprehensive measures of financial risk to include climate physical and transition risks is well within their present mandate of ensuring effective functioning of financial markets. »
	b. overview of the set of tools and actions currently undertaken by some CBs: - Assessment of climate-related financial risks - Macroeconomic modelling of low- carbon transition - Support to international activities on green finance - Disclosure of climate-related financial risks - Environmentally aligned prudential regulation policy - Green central bank financing - Lending quotas

²⁰ J. MC DANIELS and N. ROBINS, *Greening the Rules of the Game*, New York, United Nations Environment Programme, 2018, available at: <https://wedocs.unep.org/handle/20.500.11822/25525;jsessionid=E6939092151A9CAB9A75B3655E02003D>.

²¹ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *Climate change challenges for central banks and financial regulators*, in *Nature Climate Change*, 2018, 462-468.

	- ESG factors in asset eligibility criteria as collateral (or for purchase in a CB's own portfolio) - Green QE
	c.
	d. argues against the formal broadening of CBs mandates and powers.

DAFERMOS, NIKOLAIDI, AND GALANIS (2018) ²²	a. The fundamental changes that are expected to take place in the climate system in the next decades are likely to have severe implications for the stability of the financial system.
	b. «The QE that has been examined in the paper is of a very different nature compared to the current QE programmes: it has a long-run horizon and it is a kind of industrial policy rather than a cyclical tool. The simulation results showed that, by increasing the price of green corporate bonds, the implementation of such a green QE programme can reduce climate-induced financial instability and restrict global warming. However, as expected, green QE is not by itself capable of preventing a substantial reduction in atmospheric temperature. [...] Hence, many other types of environmental policies need to be implemented in conjunction with a green QE programme in order to keep atmospheric temperature close to 2 °C and prevent climate-induced financial instability. These could include traditional green fiscal policies (such as carbon taxes and green public investment), other green finance policies apart from QE (such as green loans subsidies and green differentiated capital requirements) and regulatory interventions that would induce more environmentally friendly consumption norms and methods of production». [green QE assumed as «in

²² Y. DAFERMOS, M. NIKOLAIDI, and G. GALANIS, *Climate Change, Financial Stability and Monetary Policy*, in *Ecological Economics*, 2018, 219-234.

	2020 central banks around the globe decide that they will purchase 25% of the total amount of green bonds and they commit themselves that they will keep the same share of the green bond market over the next decades.»]
	c.
	d.
DAFERMOS, GABOR, NIKOLAIDI, PAWLOFF, AND VAN LERVEN (2020) ²³	a. yes («Central banks in general are hardly the only game in town when it comes to tackling environmental breakdown. Yet they do have a critical role to play in structurally realigning our financial sector with the challenges and risks posed by the climate crisis»). The ECB's QE program (CSPP) is carbon-biased and, therefore, «structurally misaligned with EU commitments to the Paris Climate Agreement and do not adequately reflect climate-related financial risks»
	b. revision of the CSPP, with two alternatives: 1. Greening the portfolio without changing eligibility requirements 2. Greening the portfolio and changing eligibility requirements for green assets.
	c.
	d.
DAFERMOS, GABOR, NIKOLAIDI, and VAN	a. BoE CBSP is carbon biased. Analysis of the BoE's plan for greening the CBSP.
	b. The BoE's plan for greening the CBSP will cause a marginal reduction in the CBSP's carbon footprint, because the greening is based exclusively in the introduction of a green tilting factor within sectors,

²³ Y. DAFERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, A. PAWLOFF, and F. VAN LERVEN, *Decarbonising is Easy*, London, New Economics Foundation, 2020, available at <https://neweconomics.org/2020/10/decarbonising-is-easy>.

LERNER (2022) ²⁴	without a change in the proportions of sectors in the program.
	c.
	d.

DIKAU and VOLZ (2018) ²⁵	a. Yes. Conceptualization of “passive” green central banking (meaning to take into account the consequences of climate change for financial and price stability) and “active” green central banking (meaning to promoting the greening of the economy and, therefore, the green transition).
	b. Description of a set of tools. ²⁶ b.1. micro-prudential: - climate risk disclosure requirements - mandatory environmental risk management - reserve requirements b.2. macro-prudential - climate-related stress testing - counter-cyclical capital buffer - capital requirements b.3. fostering the development of green financial instruments (disclosure requirements; green bond guidelines) b.4. credit allocation. - green-targeted refinancing credit-lines

²⁴ Y. DAFERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, and F. VAN LERVEN, *An Environmental Mandate, now what? Alternatives for Greening the Bank of England's Corporate Bond Purchases*. SOAS University of London; University of Greenwich; University of the West of England, 2022, available at: <https://eprints.soas.ac.uk/36190/1/Dafermos%20et%20al%20%282022%29%20An%20environmental%20mandate.pdf>.

²⁵ S. DIKAU and U. VOLZ, *Central Banking, Climate Change and Green Finance*. ADBI Working Paper 867. Tokyo, Asian Development Bank Institute, 2018, available at: <https://www.adb.org/publications/central-banking-climate-change-and-green-finance>.

²⁶ This line of research is further expanded in S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *Building a sustainable financial system: the state of practice and future priorities*, in *Revista de Estabilidad Financiera*, 2018, 83-104.

	- lending quotas - preferred interest rates
	c.
	d. With regard to “passive” green central banking, no; see also the following box.

DIKAU and VOLZ (2021) ²⁷	a.1. Yes, due to the impact on “core” central banking objectives. However, for “active” green central banking, «an explicit legal mandate is required to pursue environmental and sustainability objectives, given the potentially distributive consequences. As discussed in Section 2, central banks in most of today’s advanced economies have a relatively narrow mandate with the primary objective of pursuing price stability and, in some cases, financial stability. As discussed, such narrow mandates arguably require central banks to explore climate and environmental risks with regard to these core goals, but they do not mandate them to go further and to actively promote sustainability and green finance». The intervention by the CBs in terms of credit allocation «conceptually constitutes a second-best solution to the problem of market imperfection». a.2. show that 70 out of 135 investigated CBs have a direct or indirect mandate to «enhance the sustainability of economic growth»
	b. report on the green activities undertaken by 135 CBs against the backdrop of their respective mandates.
	c.
	d. The more political the work of central banks becomes, the more their independence will be questioned, suggesting a need for more and better communication, especially over controversial areas (Blinder et al., 2017). While most would agree that

²⁷ S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance*, in *Ecological Economics*, 2021, 1-20.

	central banks can and must increase their accountability by increasing transparency (e.g. Buiters, 2014), it is important to recognise that transparency is a necessary but not a sufficient condition for accountability. Nevertheless, it will be crucial for central banks to explain clearly and transparently to the public what actions they take to enhance sustainability outcomes, and how they expect the adopted measures to work.». However, carbon-bias QE is already a deviation from market-neutrality. Furthermore, central banks will encounter problems if they are supposed to achieve too many objectives and have too few tools – this is the so-called Tinbergen rule.
--	--

HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (2018) ²⁸	a.
	b. discusses the proposal of a “green supporting factor” in banking capital requirements, recommending the Commission «to investigate whether there is a risk-differential justifying such a factor and, if so, how it could be implemented, considering the possible drawbacks» (Pillar 1)
	c.
	d.

BATTISTON and MONASTEROLO (2019) ²⁹	a. Yes, implicitly.
	b. composition of the ECB’s CSPP portfolio (QE).
	c.

²⁸ HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a sustainable european economy*, Final Report 2018, available at: https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en.

²⁹ S. BATTISTON and I. MONASTEROLO, *How could the ECB’s monetary policy support the sustainable finance transition?*, Center for Financial Networks and Sustainability University of Zurich, 2019, available at https://www.finexus.uzh.ch/en/news/cspp_sustainable_finance.html.

	d.
ISSING (2019) ³⁰	a. No.
	b.
	c.
	d. Yes.
JOURDAN and KALINKOWSKI (2019) ³¹	a. Yes.
	b. Based on BATTISTON and MONASTEROLO, ³² proposal of intervention on the composition of the CSPP (QE). - immediate actions: full integration of carbon footprints into the ECB's investment strategy under the CSPP; dropping of credit rating agencies which have not integrated carbon footprint assessment systematically into their credit ratings; reduce the fraction of the sectors which emit the most carbon, and increase green assets. - medium term: integration of the carbon footprint as a criterion within the collateral eligibility framework - long term: full ESG assessment for collateral eligibility
	c. yes.
	d. no. Market neutrality is neither possible nor desirable.

³⁰ O. ISSING, *The Problem With "Green" Monetary Policy*, in *Project Syndicate*, 2019, available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-no-to-green-monetary-policy-by-otmar-issing-2019-11>.

³¹ S. JOURDAN and W. KALINOWSKI, *Aligning monetary policy with the EU's climate targets*, Paris, Veblen Institute for Economic Reforms & Positive Money Europe, 2019, available at https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/aligning_monetary_policy_with_eu_s_climate_targets.pdf.

³² S. BATTISTON and I. MONASTEROLO, *op. cit.*, 1 ff.

FISHER and ALEXANDER (2019) ³³	a. Yes, because of the impact of climate-related risks (physical, transition) on price stability (primary and secondary mandates). Nonetheless, the primary responsibility is governmental.
	b. 1. monetary stability: price stability as core priority; green assets as collateral; framework for facilitating investment in green assets (green ABS). 2. against the greening of QE, since it would cause market distortions. Only transparency and assessment of portfolio's carbon footprint to be applied. 3. financial stability. Disclosure of climate-related risks by financial institutions. 4. prudential supervision. Green-weighted capital requirements should be avoided, because the classification of green vs. brown assets is problematic. Green criteria should be used for risk assessment, additional capital (pillar 2), and disclosure (pillar 3).
	c.
	d.

HONOHAN (2019) ³⁴	a. Yes, with regard to the ECB, which has the secondary mandate of supporting the general policies of the Union.
	b.1. Green QE: disqualification or downgrade of brown issuers «to the extent that the associated long-

³³ P. FISHER and K. ALEXANDER, *Climate Change: The Role for Central Banks*, Working Paper No. 2019/6. London, King's Business School, King's College London, 2019, available at: kcl.ac.uk/business/assets/pdf/dafm-working-papers/2019-papers/climate-change-the-role-for-central-banks.pdf.

³⁴ P. HONOHAN, *Should Monetary Policy Take Inequality and Climate Change in Account?*, PIIE Working paper 19-18, Washington, Peterson Institute for International Economics, 2019, available at: <https://www.piie.com/publications/working-papers/should-monetary-policy-take-inequality-and-climate-change-account>.

	term risks were assessed as dragging their credit quality below what the rating agencies currently record».
	b.2. same green parameters for eligibility as collateral in ECB's refinancing operations
	c.
	d. no («Such activities are not only fully in line with the secondary goals established for most central banks in their mandates. They can also be exercised by central banks in full independence. Indeed, by emphasizing to the general public their commitment to the general good, such efforts do not represent an overreach of central bank powers, but should help underpin society's support for the independence that is essential for them to deliver on their main macroeconomic goals»).

D'ORAZIO and POPOYAN (2019) ³⁵	a. Yes, «considering the negative externalities deriving from climate-related financial risks».
	b. regulatory tools. - greening capital requirements (Pillar 1). «calibrate the risk-weighted capital ratios so that low-carbon activities would exert less pressure on their balance sheet and, therefore, incentivize them to finance climate-related projects»; in this framework, a «brown-penalizing factor» would be preferable than a «green-rewarding factor» - the technique of differentiated reserve requirements («green RR would allow banks to hold fewer reserves against a “green” loan portfolio») is deemed suboptimal in low-income countries, not useful in Basel III countries (which is based on liquidity rather than reserves).

³⁵ P. D'ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering green investments and tackling climate-related financial risks: Which role for macroprudential policies?*, in *Ecological Economics*, 2019, 25-37.

	- countercyclical capital buffer «can be used to favor financial stability in the transition process from the high-carbon to the low-carbon economy» (the same argument is used for negative capital buffer) - Sectoral leverage ratio (SLR) - Liquidity regulation - Minimum credit floors and maximum credit ceilings (lending quotas) - Large exposures limits
	c. Yes. Report on actual applications.
	d.

D’ORAZIO and POPOYAN (2020) ³⁶	a. «we argue that the existence of climate-related financial risks, together with the need to scale up green finance, call for the development of a “synthesis” between monetary and green prudential policymaking».
	b.
	c.
	d. «if the green prudential regulation is considered as an “offspring” of the more general prudential policy, the “leaning against the climate-related risk” function can be undertaken without violating the Tinbergen principle.»

SOLANA (2019) ³⁷	a. yes, with respect to the ECB, on the basis of the secondary mandate and of art. 11 TFUE.
	b. a “green” revision of the CSPP (amendment of eligibility criteria in order to allow green asset to be

³⁶ P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Taking up the climate change challenge: a new perspective on central banking*, LEM Working Paper 2020/19, Pisa, Scuola Superiore Sant’Anna, 2020, available at: <http://www.lem.sssup.it/WPLem/files/2020-19.pdf>.

³⁷ J. SOLANA, *The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2019, 547-576.

	purchasable) is mandatory pursuant to art. 11 TFUE and the secondary mandate. The validity current version of the CSPP could is questionable under the standards set forth by the German <i>Bundesverfassungsgericht</i> in the <i>Weiss</i> judgment. ³⁸
	c. yes.
	d.

TOOZE ³⁹	a. Yes
	b. - greening QE: buying of long-term debt issued by government or public investment/development banks to finance decarbonization/transition - green capital requirements for banks.
	c. Yes
	d. No. Neutrality is not an issue since CB's decisions have not been neutral until now (<i>e.g.</i> , the ECB's and UK's QE programs are overexposed to the carbon industry).

FENDER, MCMORROW, SAHAKYAN, and ZULAICA (2020) ⁴⁰	a. «Explicit integration [of sustainability] can be achieved by central banks that are able to specify sustainability as one of the policy purposes for holding reserves». «Implicit integration involves introducing sustainability into the pursuit of the
--	--

³⁸ Bundesverfassungsgericht, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 - 2 BvR 859/15 -, paras. 1-237, available at: http://www.bverfg.de/e/rs20200505_2bvr085915en.html.

³⁹ A. TOOZE, *Why Central Banks Need to Step Up on Global Warming*, in *Foreign Policy*, 20 Jul. 2019, available at: <https://foreignpolicy.com/2019/07/20/why-central-banks-need-to-step-up-on-global-warming/>; ID., *How Climate Change Could Trigger the Next Global Financial Crisis*, Interview by R. MEYER, in *The Atlantic*, 1 Aug. 2019, available at: <https://www.theatlantic.com/science/archive/2019/08/how-fed-could-fight-climate-change-adam-tooze/595084/>.

⁴⁰ I. FENDER, M. MCMORROW, V. SAHAKYAN, and O. Zulaica, *Reserve management and sustainability: the case for green bonds?*, BIS Working Papers 849,

	traditional economic uses of reserves. [...] One key factor is risk management. Central banks [...] may decide to tilt their reserve portfolios towards assets deemed less exposed to possible long-term financial losses arising from climate risks».
	b. study how green objectives can be pursued through the management of foreign exchange reserves by purchasing green bonds.
	c.
	d.
LASTRA and ALEXANDER (2020) ⁴¹	a. With respect to the ECB, yes, it falls within the secondary mandates and it has consequences on the primary mandate of price stability. Nonetheless, political institutions have the primary responsibility for addressing the economic consequences of climate change.
	b. green QE, within the boundaries set forth by the ECJ in Weiss (only on the secondary market and compliant with the proportionality principle)
	c. The authors analyze the criticalities of the PEPP, the LTRO, the TLTRO, on the basis of the Weiss principles.
	d. price stability should remain the primary concern, as it is the prerequisite for a long-term sustainable growth
BOLTON, DESPRES, PEREIRA DA SILVA,	a. yes, a.1. insofar as climate change creates serious risks (physical, transition) for financial and price stability, and a.2. in order to prevent systemic breakdowns, act as a promoter/coordinator of policies

Bank for International Settlements, 2020, available at: <https://www.bis.org/publ/work849.pdf>.

⁴¹ R.M. LASTRA and K. ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, In-Depth Analysis Requested By The European Parliament's ECON Committee, Luxembourg, 2020.

SAMAMA, and SVARTZMAN (2020) ⁴²	which must be decided at a political level, without replacing policymakers
	b. measurement of climate-related systemic financial risk and coordination role between monetary, prudential, fiscal and environmental policies Climate scenario stress testing and systemic capital buffers, if showed necessary Brown penalizing factor for capital requirements Additional <i>ad hoc</i> capital requirements Disclosure of climate-related risks by financial institutions Caution on introduction of green eligibility criteria in collateral framework and in QE programs, as well as into the management of foreign exchange reserves (probably within the mandate but doubts on efficacy). Fostering long-termism in the financial sector Calling for more fiscal policy Calling for more international cooperation Promoting climate/sustainability within corporate and national accounting frameworks
	c.
	d. no, if approach a. is followed

FLAHERTY (2020) ⁴³	a. yes, with regard to the ECB's primary and secondary mandate. But governmental intervention - both at EU and national level – is necessary.
	b. ECB. i) for the mitigation of climate-related risks: monetary policy, macroprudential capital buffers,

⁴² P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, Bank for International Settlements, 2020, available at: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>.

⁴³ E. FLAHERTY, *Green Central Banking: Options for the ECB on Climate Change*, Dublin, The Institute of International and European Affairs, 2020 available at: <https://www.iiea.com/publications/green-central-banking-options-for-the-ecb-on-climate-change>.

	microprudential regulation (capital and liquidity requirements, remuneration policies, risk management), climate stress testing. ii) mandating/nudging sustainable finance through banking regulation (green targets for lending). iii) green risk weighted capital requirements (after a legislative change) iv) green QE v) greening ECB's portfolio. vi) green foreign reserves.
	c.
	d.

DE BOER and VAN 'T KLOOSTER (2020) ⁴⁴	a. On the wake of the <i>Weiss</i> judgement by the German <i>Bundesverfassungsgericht</i>,⁴⁵ the authors conduct a broad analysis of the legal foundations of the ECB's powers, also in terms of interpretation of its mandate. Within this scenario, which is mainly focused on the issue of the impact of non-conventional monetary policy tools on the ECB's democratic legitimacy, the authors refer to the market neutrality approach followed within the CSPP as having «only a shallow basis in the ECB mandate» (1709). This notwithstanding, it also argued that, though the «ECB's secondary mandate could also readily justify designing its operations to actively favour low-carbon sectors and bond issuers [...] there is simply no clear legal answer to the question how, if at all, the ECB should contribute to them». The authors expand on these concepts by suggesting that the ECB's secondary market should be specified through a process of
--	--

⁴⁴ N. DE BOER and J. VAN 'T KLOOSTER, *The ECB, The Courts and The Issue of Democratic Legitimacy After Weiss*, in *Common Market Law Review*, 2020, 1689-1724.

⁴⁵ Bundesverfassungsgericht, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 - 2 BvR 859/15 -, paras. 1-237, available at: http://www.bverfg.de/e/rs20200505_2bvr085915en.html.

	institutional coordination between the ECB and the other European institutions. ⁴⁶
	b.
	c.
	d. The question is indirectly examined in a broader analysis of the relationship between the scope of a CB's mandate, its independence, its democratic legitimacy and the role played by judicial review.

MARTINEZ-DIAZ and CHRISTIANSON (2020) ⁴⁷	a. Yes
	b. green QE.
	c.
	d. no

GERLACH (2020) ⁴⁸	a. Yes, green policies are already within the ECB's mandate.
	b.
	c.
	d.

COCHRANE (2020) ⁴⁹	no, as climate change does not have an unforeseen impact on price stability.
-------------------------------	--

⁴⁶ N. DE BOER and J. VAN 'T KLOOSTER, *The ECB's Neglected Secondary Mandate: An Inter-Institutional Solution*, Positive Money Europe, 2021, available at: www.positivemoney.eu.

⁴⁷ L. MARTINEZ-DIAZ and G. CHRISTIANSON, *Quantitative Easing for Economic Recovery Must Consider Climate Change*, Washington, World Resources Institute, 2020, available at: <https://www.wri.org/insights/quantitative-easing-economic-recovery-must-consider-climate-change>.

⁴⁸ S. GERLACH, *Crunch Times for Central Banks*, in *Project Syndicate*, 2020, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-response-to-public-opinion-on-inequality-environment-by-stefan-gerlach-2020-09>.

⁴⁹ J. H. COCHRANE, *Challenges for central banks*, Talk at the ECB Conference on Monetary Policy: bridging science and practice, 19-20 October 2020, available at:

	no, because the kind of decisions entailed in green central banking is highly political and require an explicit mandate;
	Yes. A CB's independence and freedom rely on the fact that «it stays within its limited and mandated powers».

BRUNNER-MEIER and LANDAU (2020) ⁵⁰	a. Yes.
	b.1. climate risk assessment and stress test.
	b.2. green capital ratios («but they would need to be addressed ex ante and the proper institutional and governance arrangements put into place»)
	b.3. greening current QE programs.
	b.4. intervening on collateral requirements.
	c. to some extent, yes (banking regulation and supervision), mixed evaluation with regard to monetary policy (asset buying is within their powers, but whether green asset buying is within the mandate depends on the single CB)
	d. discuss the issue.

FERRARI and NISPI LANDI (2020) ⁵¹	a. being unexposed to political fluctuations allows CBs to adopt long term approaches which governments are reluctant to support.
	b. Green QE reduces pollution only if there is a friction preventing banks to fully exploit arbitrage between bonds issued by the green sector (green bonds) and bonds issued by the brown sector (brown bonds). This

https://static1.squarespace.com/static/5e6033a4ea02d801f37e15bb/t/5f976ada8774773b3bf3f4b3/1603758818167/ECB_fall_talk.pdf.

⁵⁰ M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *Central banks and climate change*, in *VoxEU.org*, 2020, available at: <https://voxeu.org/print/64971>.

⁵¹ A. FERRARI and V. NISPI LANDI, *Whatever it takes to save the planet? Central banks and unconventional green policy*, ECB Working Paper 2500. Frankfurt, European Central Bank, 2020, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3748330.

	friction makes green and brown bonds imperfect substitutes. We can interpret this friction as a regulation or as an elevated degree of public awareness on the climate change issue that create pressures on the banking sector to hold a given share of green bonds». «[...] temporary Green QE is able to affect detrimental emissions in the brown sector, but it has small effects on the stock of pollution. The main reason is that climate change and pollution are structural problems, while a temporary Green QE is an instrument that plays a role along the business-cycle, [...] We have modeled a temporary as opposed to a permanent Green QE: the latter could set the stage for a permanent lower size of the brown sector.»
	c.
	d.

ILZETZKI and JIA (2021) ⁵²	a. Yes
	b. green QE.
	c.
	d. no

DAVIES (2021) ⁵³	a. Yes («Central banks must anchor a more active climate change policy in a persuasive interpretation of their principal mandate. That should be possible, as there are respectable arguments for the proposition that climate change jeopardizes financial stability, and perhaps monetary stability as well. The ECB's new
--------------------------------	--

⁵² E. ILZETZKI and J. JIA, *The ECB's green agenda*, in *VoxEU.org*, 2021, available at: <https://voxeu.org/print/68103>.

⁵³ H. DAVIES, *Central Banks' Green Goal Are Raising Red Flags*, in *Project Syndicate*, 2021, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bank-green-goals-raising-red-flags-by-howard-davies-2021-03>.

	climate change center should begin its work by making that case»)
	b.
	c.
	d.

SCHOEN- MAKER (2021) ⁵⁴	a. Yes, on the basis of the ECB's primary and secondary mandates, without prejudice to price stability.
	b. gradual incorporation of green tilting factor in eligibility criteria for asset purchases (both within QE programs and as official reserves) and collateral (with a number of arrangements aimed at preventing distortions)
	c. Yes
	d.

DE ARRIBA- SELLIER (2021) ⁵⁵	a. the «ECB is bound to integrate considerations of environmental protection in its supervision and oversight of the SSM». Nonetheless, «there is a case for market neutrality if market conditions were to be endangered by supervisory authorities prioritizing green finance. A “run to green” may have destabilizing effects for the financial system and hinder investor protection. Preserving market neutrality is important given the technological uncertainty of the transition to a sustainable economy. Prioritizing green finance might hinder investor protection by wrongly promoting the development of immature or inadequate technologies and practices. For these reasons, market
--	--

⁵⁴ D. SCHOENMAKER, *Greening monetary policy*, in *Climate Policy*, 2021, 581-592.

⁵⁵ N. DE ARRIBA-SELLIER, *Turning Gold into Green: Green Finance in The Mandate of European Financial Supervision*, in *Common Market Law Review*, 2021, 1097-1140.

	neutrality remains relevant for financial supervision.» (1130). Moreover, «the ECB cannot draw up its own rules to require banks under its supervision to finance the transition to a sustainable economy. Overall, there is no clear-cut mandate under primary and secondary law for supervisory authorities to “think sustainability first” or even to address the environment as part of their mandate.» «Despite the absence of a real change in EU prudential regulation, climate-related risks are becoming sufficiently material and foreseeable to be captured by the existing law. As such, supervisory authorities do not only have the possibility, but also the responsibility, to assess and respond to climate and environmental risks that could be a source of systemic risk for the financial system.» (1138).
	b. SREP and stress-tests in tackling climate risks is enhanced as a result of the obligations
	c.
	d.

EICHENGREEN (2021) ⁵⁶	a., b., c., and d. «Monetary policy has implications for issues beyond inflation and payments, including climate change and inequality. It would be disingenuous, even dangerous, for central bankers to deny those connections, or to insist that they are someone else’s problem. The best way forward for central bankers is to use monetary policy to target inflation, while directing their regulatory powers at other pressing concerns»
----------------------------------	--

NETWORK FOR	a. <i>De minimis</i> : «central banks should carefully assess, and where appropriate adopt, additional risk
-------------	---

⁵⁶ B. EICHENGREEN, *New-Model Central Banks*, in *Project Syndicate*, 2021, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-have-tools-for-climate-change-and-inequality-by-barry-eichengreen-2021-02>.

GREENING THE FINANCIAL SYSTEM ⁵⁷ (2021)	management measures to protect their balance sheets against the financial risks brought about by climate change». However, «[w]here it falls within their policy remit, central banks could also consider going beyond the adjustment of their operational frameworks solely from a risk management perspective by seeking to ensure that their monetary policy operations do not undermine the transition to a low-carbon economy and/or by exploring ways in which they can actively support that transition»
	b. set of tools.
	c. see a.
	d.

EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE (2021) ⁵⁸	a. Yes, both in pursuit of the primary goal of price stability and in implementation of the secondary mandate of supporting the general policies of the Union.
	b.1. assessment and modelling: - Climate stress testing - assessment of whether credit rating agencies include climate-risks in their ratings. b.2. disclosure of climate-related information for CSPP portfolio b.3. adjustment of CSPP purchase criteria: - disclosure of climate-related information by issuers as eligibility requirement (or as ground for

⁵⁷ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Adapting central bank operations to a hotter world. Reviewing some options*, Paris, Central Banks and Supervision Network for Greening the Financial System, 2021, available at: https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2021/06/17/ngfs_monetary_policy_operations_final.pdf.

⁵⁸ EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *Climate change and monetary policy in the euro area*, ECB Occasional Paper 271/2021, Frankfurt, European Central Bank, 2021, available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/research/occasional-papers/html/index.en.html>.

	differentiated treatment) for CSPP purchases as well as collateral - compliance of the issuer with EU implementation of the Paris Agreement b.4. Green targeted longer-term refinancing operations considered explicitly premature b.5. incorporation of climate considerations into monetary policy definition (without prejudice for the primary mandate)
	c. With regard to the collateral eligibility framework, reference is made to art. 18 of the ESCB/ECB Statute, which requires the ECB to conduct
	d.

PAPOUTSI, PIAZZESI, and SCHNEIDER (2021)⁵⁹	a. ECB's CSPP is carbon-biased and not market-neutral. « This is a direct consequence of the structure of the bond market and the simple bond market neutrality formula currently followed by the ECB. Firms in the energy and certain manufacturing sectors generate relatively more emissions and also issue relatively more bonds. Firms in the service sector are cleaner, but are funded relatively more with equity and loans».
	b. Design asset purchase schemes (QE) which factor emissions and risk.
	c.
	d. Market neutrality («as keeping relative costs of capital across firms the same») is not respected in the ECB's CSPP, as «by purchasing risky bonds and funding those purchases with safe debt, a central bank favors firms that are more bond-levered or more risky». «Some non-neutrality is desirable: if the

⁵⁹ M. PAPOUTSI, M. PIAZZESI, and M. SCHNEIDER, *How unconventional is green monetary policy?*, 2021, available at: https://ec.europa.eu/economy_finance/arc2022/documents/papers/how_unconventional_is_green_monetary_policy.pdf.

	central bank aims to minimize the cost of financial frictions in intermediation, firms that face larger distortions should in fact benefit more».
SMITS (2021) ⁶⁰	a. insofar as climate change impacts on price stability, the ECB is required by its primary mandate to consider climate concerns in defining monetary policy. Moreover, «whenever price stability may be maintained in manners conducive to protection of the environment, the opportunity to adopt such ‘green’ measures may not be foregone». In-depth analysis of the relationship between the ECB’s primary and secondary mandates and of the legal basis of green monetary policies.
	b. - recalibrating the CSPP in favor of green assets. The market neutrality principle does not require CBs to replicate dysfunctional markets, as the current market of financial assets is (since it does not factor in their climate impact). In discerning green from brown assets, the ECB could use the criteria established by the EU Taxonomy Climate Delegated Act; green eligibility criteria for collateral; - «Including climate change variables and risks into account in policy-setting»; - green criteria in the use of the ECB’s paid-up capital, reserves, and pension-fund; - green TLTROs - climate risk concerns to be embedded in prudential supervision (e.g., EBA’s ESG risks assessment)
	c. art. 11 TFUE; market neutrality principle;
	d.

⁶⁰ R. SMITS, *Elaborating a Climate Change-Friendly Legal Perspective for The ECB*, forthcoming in *Sustainable Finance – Legal Aspects*, Edward Elgar Publishing, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3913653.

COLAERT (2022) ⁶¹	a. Including climate induced financial risks into supervisory considerations is not a green policy objective, rather it fits within the classic goal of financial and banking stability. Green finance policies should not undermine the pursuit of financial stability.
	b. Green supporting factor (or brown penalty) has the potential of conflicting with the traditional goals of financial regulation.
	c.
	d..
RAMOS MUÑOZ, CABRALES, and SANCHEZ (2022) ⁶²	a. - as climate change has an impact on price stability, tackling its consequences falls within most CBs' primary mandate; - in-depth analysis of the fitness of between climate change initiatives in "secondary" mandates under the configuration of the legal relationship between the primary and secondary mandates ("horizontal", "contextual", and "hierarchical"), on the basis of which the authors conclude that «"peripheral" mandates are not ideal to address climate change»; - the authors make the case for a prompt action by CBs, arguing that a "wait and see" approach will impair their ability to control price stability;
	b. – greening QE programs; greening collateral eligibility requirements; TLTROs; prudential supervision and regulation (incorporating climate risks in the ICAAP and ILAAP; climate stress-testing; climate risk-weighted assets); market neutrality lacks a legal source and is already not

⁶¹ V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation Sustainable finance as a new policy goal*, Working Paper No. 2022/04, Apr. 2022, available at: <https://ssrn.com/abstract=4087166>.

⁶² D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change. Fit, Opportunity and Suitability in The Law and Beyond*, EBI Working Paper Series 2022, no. 119, available at: <https://ssrn.com/abstract=4054908>.

	implemented in the real world; a brown penalizing factor is preferable to a green guided direct allocation.
	c.
	d. no; accountability is a prerequisite of independence, and ignoring the economic consequences of climate change could hamper CBs legitimacy and independence in the long-term.

2.3. Discussion.

Overall, there is a growing scientific consensus on what can be called a “*de minimis* approach” (or “passive” green central banking), consisting in the need for CBs to at least take into consideration the risks created by climate change (as well as by the transition to a low-carbon economy) for financial and price stability.⁶³

Furthermore, according to several studies CBs should embrace an active role in terms of favoring – or at least not hampering – the transition to a low-carbon economy.⁶⁴ Some point out how such activity

⁶³ S. BATTISTON and I. MONASTEROLO, *op. cit.*, 15; M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; E. CAMPIGLIO, *op. cit.*, 220 ff.; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; V. COLAERT, *op. cit.*, 22 f.; Y. DAFERMOS, M. NIKOLAIDI, and G. GALANIS, *op. cit.*, 232 f.; H. DAVIES, *op. cit.*; N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1132 ff.; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central Banking*, cit., 2 f.; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 2; P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 27, 34; EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 29 f.; B. EICHENGREEN, *op. cit.*; R.M. LASTRA and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 23; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 7 f.; S. GERLACH, *op. cit.*; P. HONOHAN, *op. cit.*; S. JOURDAN and W. KALINOWSKI, *op. cit.*, 18; NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *op. cit.*, 12; D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 14; J. SOLANA, *op. cit.*, 549; R. SMITS, *op. cit.*, 4 ff.; F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *op. cit.*; differently, J. H. COCHRANE, *op. cit.*; O. ISSING, *op. cit.*

⁶⁴ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 53 ff.; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff., arguing that the CB’s mandates already cover activities supporting the transition; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 16 f., though pointing out that a proactive role by CBs requires a change in their mandates; D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 21 ff., also on the basis of a broad comparative analysis of CBs’ legal mandates; D. SCHOENMAKER, *op. cit.*, 582, arguing that the ECB’s mandate

is material for an orderly green transition, that would severely reduce climate change's impact, as well as that of the green transition itself, on financial and price stability.⁶⁵ At the same time, also those who call for interventions by CBs underline that the main responsibility for tackling climate change and organizing the transition to a zero-carbon economy rests with elected governments, and therefore, that CBs are not in the best position to replace an effective and comprehensive climate policy.⁶⁶ Despite such concerns, many authors share the view that an engagement of CBs with climate change does not create criticalities from the point of view of CBs' accountability and market neutrality, nor is it at odds with the Tinbergen principle.⁶⁷ Rather, it is underlined that such engagement – important as it is – cannot replace a political climate and transition policy. On a different note, many authors stress that green activities should not hinder the pursuit of price stability and express some concerns on how that might affect the functioning of the market of green vs. brown assets.⁶⁸

already covers activities supporting the transition; R. SMITS, *op. cit.*, 28, arguing that, on the basis of the ECB's current primary and secondary mandates, «whenever price stability may be maintained in manners conducive to protection of the environment, the opportunity to adopt such 'green' measures may not be foregone»; F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *op. cit.*, 6.

⁶⁵ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 50 ff.

⁶⁶ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; Y. DAFERMOS, M. NIKOLAIDI, and G. GALANIS, *op. cit.*, 232 f.; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 18; R.M. LASTRA and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 15; D. SCHOENMAKER and R. VAN TILBURG, *op. cit.*, 317 ff.; for an opposite view, see D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 3 ff.

⁶⁷ B. EICHENGREEN, *op. cit.*; P. HONOHAN, *op. cit.*; M. PAPOUTSI, M. PIAZZESI, and M. SCHNEIDER, *op. cit.*, 31 ff.; A. TOOZE, *Why Central Banks*, cit.

⁶⁸ M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; V. COLAERT, *op. cit.*, 22; H. DAVIES, *op. cit.*; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 19; see also R.M. LASTRA and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 5, 17, arguing that the ECB's green actions should respect the proportionality principle and should not hinder the pursuit of price stability; a similar view is shared by V. COLAERT, *op. cit.*, 23 ff.; by N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1130, and by J. SOLANA, *op. cit.*, 571 f.; according to DE BOER and VAN 'T KLOOSTER, *The ECB, The Courts*, cit. (and ID., *The ECB's Neglected*, cit., 2021), though the neutrality principle does not have a strong legal basis, in order to give a clear legal basis to the enactment of green proactive measures by the ECB it would be necessary to specify its secondary mandate.

From the outlook of the legal basis of central banking activities, the idea that pursuing a “*de minimis* approach” falls within the (primary and/or secondary) mandate of most CBs prevails,⁶⁹ while there is less agreement on whether a shift to a proactive role is covered by the current scope of the tasks legally assigned to CBs.

Shifting the focus from the realm of principles to implementation, one can find in the existing literature several (and sometimes heterogeneous) ways of categorizing the tools that CBs can adopt (and/or have adopted) in pursuing such goals (as well as the potential amendments to CBs’ legal framework to be enacted by legislators/regulators). They cover the whole spectrum of CBs’ existing powers, from banking supervision-regulation to “core” monetary policy. *On the one hand*, some studies have been devoted to test the efficacy of some tools with quantitative methods. However, the state of the art does not indicate a single preferred tool or technique, rather a combination of those and the need of coordination between central banking and governmental activities respectively. *On the other hand*, it is debated which of such tools have a legal basis as of today and, therefore, can be used by CBs without changes to the legal framework.

The most frequently analyzed regulatory interventions are represented by (i) amendments of the prudential regulation of capital requirements and, to a lesser extent, the application of additional capital buffers; (ii) “green” quantitative easing; (iii) the introduction of green parameters in the eligibility criteria of assets to be accepted as collateral in central banking financing operations.

Furthermore, the materiality of the transparency of climate-related financial risks has progressively been stressed over the years. This operates both at a firm-specific level, in terms of (iv) disclosure of the

⁶⁹ As one might imagine, this view is not shared by the minority of authors that oppose any form of involvement by CBs in dealing with climate change (J. H. COCHRANE, *op. cit.*; O. ISSING, *op. cit.*); however, also S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 16 f., point out that a proactive role by CBs in tackling climate consequences of their actions requires a change in their mandates; similarly, DE BOER and VAN ’T KLOOSTER, *The ECB, The Courts*, cit., 1709, 1720 ff. (and ID., *The ECB’s Neglected*, cit., 2021), argue that, in order to give a clear legal basis to the enactment of green proactive measures by the ECB, it would be necessary to specify its secondary mandate.

exposure to financially relevant climate risks,⁷⁰ and at a systemic one, leading to (v) the need for climate stress-testing.

On a different note, the consensus is that instruments typical of the era of the so-called financial repression – such as lending quotas and/or ceilings, preferred interest rates, and green loan subsidies⁷¹ – are not consistent with regulatory systems that adopted (or are modelled on) the Basel agreements.⁷²

(i) *Capital requirements.*

The regulation of capital requirements is a typical prudential measure (Pillar I) and is nowadays based on a risk-weighted capital ratios system.⁷³ The idea of intervening on such ratios with the purposes of favoring green lending has emerged in two forms. First, it has been proposed to reduce the risk-weight of green loans (so-called “Green

⁷⁰ Although J. ARMOUR, L. ENRIQUES, and T. WETZER, *Mandatory Corporate Climate Disclosures: Now, but How?*, ECGI Law Working Paper N° 614/2021 (available at: <https://ssrn.com/abstract=3958819>) explicitly exclude from the scope of their analysis «climate-related disclosures by financial intermediaries and third parties designed to mobilize the financing of sustainable investments as part of a broader sustainable finance agenda», it has to be noted that the authors argue for a regime based on mandatory disclosure of firm-specific climate risk by equity issuers, also drawing on the debate which is the subject matter of this paper (see 11-14). Also noteworthy is that they conclude, among other things, that «the regulatory challenge presented by corporate climate disclosures is like that faced by macroprudential regulators» (33) and that «[a]t the same time, many of the risks associated with climate change are beginning to receive extensive attention from central banks, whose research departments are consequently building the relevant expertise» (34).

⁷¹ For the analysis of the implementation of such techniques in emerging markets, see S. DIKAU and J. RYAN COLLINS, *op. cit.*, 4 ff.

⁷² M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; nonetheless, the idea of green TLTRO enjoys some support: D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 81, 94; R. SMITS, *op. cit.*, 42 f.; on this proposal, see the doubts expressed by LASTRA and ALEXANDER, *op. cit.*, 18 f., with regard to its adherence with the Weiss principles, as well as by the EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 153 f.

⁷³ Though based on liquidity mechanisms, a conceptually close mechanism is the introduction of differentiated reserve requirements – to be held in proportion of deposits – depending on the (green vs. brown) destination of their lending: E. CAMPIGLIO, *op. cit.*, 226 ff.; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., table 2; P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 28 ff.

Supporting Factor”).⁷⁴ As a result, financial institutions would be incentivized to grant more credit to green sectors than to brown ones, since the former would “cost” less in term of capital ratios than the latter. Due to the concerns raised by the potential distortions this could create, since green loans as such cannot be considered less risky than the other ones,⁷⁵ subsequent studies have pointed out that a so-called brown penalizing factor would be a more appropriate way to act in this area.⁷⁶ This would mean that brown loans would weigh more in the calculation of capital requirements.⁷⁷ In this context, it has been stressed that the distinction between “green” and “brown” sectors is somewhat arbitrary, besides being in need of a clear regulatory definition;⁷⁸ it is to be noted,⁷⁹ however, that several EU legal sources dealing with definitory issues have been enacted since.⁸⁰

Less controversial is the proposal of using countercyclical capital buffers⁸¹ and/or Pillar 2 additional capital requirement⁸² to tackle the potential capital shortages encountered by intermediaries, respectively

⁷⁴ Y. DAFERMOS, M. NIKOLAIDI, and G. GALANIS, *op. cit.*, 233; V. DOMBROVSKIS, *cit.*; EUROPEAN BANKING FEDERATION, *op. cit.*, 37 ff.; A. TOOZE, *How Climate*, *cit.*

⁷⁵ M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *op. cit.*, 68 f.; S. MATIKAINEN, *op. cit.*; V. COLAERT, *op. cit.*, 22.

⁷⁶ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 52; S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *op. cit.*, 88 f.; P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, *cit.*, 29; D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 97 f.; F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *op. cit.*, 10; however, V. COLAERT, *op. cit.*, 20 ff., also considers the brown-penalizing factor a risk for financial stability.

⁷⁷ D. SCHOENMAKER and R. VAN TILBURG, *op. cit.*, 317 ff.

⁷⁸ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 52, 65; M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 22.

⁷⁹ R. SMITS, *op. cit.*, 38 ff.

⁸⁰ The Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2139 of 4 June 2021; the Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 of 6 July 2021; the Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1214 of 9 March 2022.

⁸¹ S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *op. cit.*, 90; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central banking*, *cit.*, 7 f.; P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, *cit.*, 30.

⁸² P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 52; N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1136 f.; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 21 f.; D. SCHOENMAKER and R. VAN TILBURG, *cit.*, 317 ff.

at a systemic or firm-specific level, because of the exposure to climate-related risks.

(ii) *Green quantitative easing.*

The magnitude of the quantitative easing programs enacted (amongst others) by the ECB,⁸³ the Bank of England, and the FED surely contributed to attracting attention on the fact that the portfolios of assets purchased within such schemes are exposed to carbon-intensive sectors.⁸⁴

Despite this general acknowledgement, not everyone supports the proposal(s) of “greening” the quantitative easing. The concern is that this could lead to the mispricing of “green” asset and eventually to a bubble.⁸⁵ The current carbon-bias, in fact, is a result of the implementation of the market neutrality principle, inasmuch as CBs buy a sectoral percentage of corporate bonds of the total *eligible* bonds. The underrepresentation of green bonds in CBs’ asset portfolios derive mostly from brown bonds having better credit ratings than green ones, due to the underassessment of climate-risks by credit rating agencies.⁸⁶ Therefore, the first step generally favored by the existing literature is

⁸³ For a description, see also P. SPOLAORE, *Ownership and Governance of Central Banks: Insights from the Italian Experience*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, 619-656.

⁸⁴ S. BATTISTON and I. MONASTEROLO, *op. cit.*, 6 ff.; Y. DAERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, A. PAWLOFF, and F. VAN LERVEN, *op. cit.*, 9 ff.; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 18; DE BOER and VAN ’T KLOOSTER, *The ECB, The Courts*, cit., 1709; EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 152 f.; P. HONOHAN, *op. cit.*; S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*; M. PAPOUTSI, M. PIAZZESI, and M. SCHNEIDER, *op. cit.*, 10 ff.; D. SCHOENMAKER, *op. cit.*, 581; A. TOOZE, *Why Central Banks*, cit.; ID., *How Climate*, cit.; F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *op. cit.*, 8.

⁸⁵ E. CAMPIGLIO, Y. DAERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1130; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 13 ff.; S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*; F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *op. cit.*, 11.

⁸⁶ E. CAMPIGLIO, Y. DAERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*; F. VAN LERVEN and J. RYAN-COLLINS, *op. cit.*, 12, though ultimately in favor of the solution and proposing arrangements to prevent such outcome; Y. DAERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, A. PAWLOFF, and F. VAN LERVEN, *op. cit.*, 14 f.

the disclosure by CBs of the carbon footprint of their portfolios.⁸⁷ Those who propose a greening of the current QE programs in terms of actual portfolios' composition suggest starting (or increasing) the purchases of green assets without changing eligibility criteria;⁸⁸ and/or to change the eligibility criteria in a fashion that would facilitate green assets to become purchasable⁸⁹ and/or penalize the brown ones,⁹⁰ *e.g.* by making the eligibility contingent upon the disclosure of the carbon footprint of each asset.⁹¹

Nonetheless, recent lines of research question the validity of the market neutrality principle both from the point of view of its legal basis⁹² and in terms of its intrinsic soundness.⁹³ As a result, such school of thinking vigorously favor a review of the current asset purchase programs, mostly the ECB's and the BoE' ones.

⁸⁷ EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 149; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 15 f.; S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*

⁸⁸ Y. DAFERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, A. PAWLOFF, and F. VAN LERVEN, *op. cit.*, 16 ff.

⁸⁹ Y. DAFERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, A. PAWLOFF, and F. VAN LERVEN, *op. cit.*, 16 ff.

⁹⁰ S. BATTISTON and I. MONASTEROLO, *op. cit.*, 16; EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 152; P. HONOHAN, *op. cit.*; S. JOURDAN and W. KALINOWSKI, *op. cit.*, 20; M. PAPOUTSI, M. PIAZZESI, and M. SCHNEIDER, *op. cit.*, 45 ff.; D. SCHOENMAKER, *op. cit.*, 583 f., however stating that a «broad asset and collateral base contributes to minimizing the impact on the functioning of markets and price formation ... It is thus very important not to target particular assets (for example, only green bonds) or even asset prices of low-carbon sectors. That would impair the price stability objective of monetary policy and might erode support for central bank independence».

⁹¹ EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 149 f.; S. JOURDAN and W. KALINOWSKI, *op. cit.*, 18.

⁹² I. SCHNABEL, *From market neutrality to market efficiency*, Frankfurt a. M., 14 Jun 2021, available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html>; EUROPEAN CENTRAL BANK WORK STREAM ON CLIMATE CHANGE, *op. cit.*, 147; D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 84 f.; DE BOER and VAN 'T KLOOSTER, *The ECB, The Courts*, cit., 1709; R. SMITS, *op. cit.*, 33 ff.; for a defense of the market neutrality principle, N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1130 ff.

⁹³ D. SCHOENMAKER, *op. cit.*, 583; I. SCHNABEL, *op. cit.*; M. PAPOUTSI, M. PIAZZESI, and M. SCHNEIDER, *op. cit.*, 31, 45; S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*, 9 f.; see also P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 14.

Furthermore, the efficacy of a green QE has been investigated from a quantitative point of view. Dafermos, Nikolaidi, and Galanis⁹⁴ first analyzed the effects of a hypothetical green QE program defined as the following: «in 2020 central banks around the globe decide that they will purchase 25% of the total amount of green bonds and they commit themselves that they will keep the same share of the green bond market over the next decades». In such model, the green QE «can reduce climate-induced financial instability and restrict global warming. However, as expected, green QE is not by itself capable of preventing a substantial reduction in atmospheric temperature». Similarly, Ferrari and Nispi Landi indicate that a temporary green QE has modest consequences on the overall amount of pollution, though being able to reduce the amount of emission by the brown sector, provided that brown and green bonds are not fungible (because of regulatory choices or social moral suasion).⁹⁵ Nonetheless, Ferrari and Nispi Landi hint that a permanent Green QE «could set the stage for a permanent lower size of the brown sector».⁹⁶ Schoenmaker shows that the introduction of a green tilting factor in eligibility criteria would increase the share of low-carbon bonds held in the ECB's portfolio from 0.33 to 0.58, and reduce that of medium and high-carbon bonds to 0.25 and 0.17 respectively, thereby decreasing the ECB's CSPP portfolio carbon footprint by 44%.⁹⁷ M. Papoutsis, M. Piazzesi, and M. Schneider, analyze the correlation between the way in which asset purchase programs are designed and their carbon footprint, observing that current approaches lead to higher emissions (and reward higher leveraging) than those a model which factors in climate risks would cause.⁹⁸

(iii) *Collateral eligibility.*

It has been proposed to modulate the eligibility requirements of assets to be accepted as collateral in central banking financing operations according to the characteristics (green vs. brown) of the

⁹⁴ Y. DAFERMOS, M. NIKOLAIDI, and G. GALANIS, *op. cit.*, 225 ff.

⁹⁵ A. FERRARI and V. NISPI LANDI, *op. cit.*, 21 ff.

⁹⁶ A. FERRARI and V. NISPI LANDI, *op. cit.*, 7, 27.

⁹⁷ D. SCHOENMAKER, *op. cit.*, 589, table 4.

⁹⁸ M. PAPOUTSI, M. PIAZZESI, and M. SCHNEIDER, *op. cit.*, 9 ff., 40 ff.

asset.⁹⁹ More specifically, an ESG factor could be introduced as an additional eligibility requirement or as a parameter for determining the “haircuts” to be applied.¹⁰⁰ Lately, European Central Bank Work stream on climate change indicates that collateral rules should duly reflect the climate-related financial risks of the asset (also in the short term).¹⁰¹ this would likely have a penalizing effect for brown assets.

While some worry about the potential distortive effect that such a move might cause,¹⁰² others doubt its overall efficacy because of the actual shortage of green assets.¹⁰³

(iv) *Assessment and transparency.*

Besides the transparency of CBs portfolios held for monetary purposes, it is generally acknowledged that the first basic action to be taken is gaining a more detailed understanding of the magnitude of the climate-(and transition) related financial risks.¹⁰⁴ This results, in the first place, in the need for an assessment of such risks by financial institutions at an individual level.¹⁰⁵ Overall, the literature tends to favor

⁹⁹ EUROPEAN BANKING FEDERATION, *op. cit.*, 29; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 12; P. HONOHAN, *op. cit.*

¹⁰⁰ M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; S. JOURDAN and W. KALINOWSKI, *op. cit.*, 4, 19.

¹⁰¹ D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and Á. SANCHEZ, *op. cit.*, 150.

¹⁰² S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*

¹⁰³ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 55.

¹⁰⁴ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 2, 52, 62; S. BATTISTON, A. MANDEL, I. MONASTEROLO, F. SCHÜTZE, and G. VISENTIN, *op. cit.*; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, Financial Stability Board, 2017, available at: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>; I. VISCO, *Talk at the Joint Banca d'Italia - Bank of England research conference: The macro-financial impacts of climate change and the net-zero transition*, Milan, 19-20 Oct. 2021, available at: https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2021/BdI-BoE_climate_conference_summary.pdf?language_id=1.

¹⁰⁵ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Consultative Document Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, Bank for International Settlements, 2021, available at:

the disclosure of such information on a mandatory (or highly recommended) basis,¹⁰⁶ which is a condition for market discipline to take place. To this regard, the literature stresses the importance of the development of common standards of disclosure for the comparability of information.¹⁰⁷

Furthermore, the consensus is now that the understanding of the exposure of the financial system to climate and transition risks requires systemic climate stress testing.¹⁰⁸ Climate prudential stress tests are

<https://www.bis.org/bcb/publ/d530.pdf>; P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 33 ff.; M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*, 61 f.; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 17 f.; TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Recommendations*, cit., and TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Implementing the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, Financial Stability Board, 2021, available at: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-TCFD-Implementing_Guidance.pdf; N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1113; D. SCHOENMAKER and R. VAN TILBURG, *cit.*, 317 ff.

¹⁰⁶ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 2, 52, 62; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central Banking*, cit., 6; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 17; FSB TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Implementing*, cit.

¹⁰⁷ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.; I. MONASTEROLO, S. BATTISTON, A.C. JANETOS, and Z. ZHENG, *op. cit.*; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *op. cit.*; P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 49; M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 23; TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Recommendations*, cit., and TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Implementing*, cit.; D. SCHOENMAKER and R. VAN TILBURG, *op. cit.*, 317 ff.

¹⁰⁸ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *op. cit.*, Principle 18; S. BATTISTON, A. MANDEL, I. MONASTEROLO, F. SCHÜTZE, and G. VISENTIN, *op. cit.*; M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff., highlighting the criticalities faced by traditional stress-testing models; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 17; P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 27; for an in-depth analysis also of the technical features of climate stress testing, see P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 37 ff.

portrayed frequently as a prerequisite for the activation of Pillar 1 and/or Pillar 2 capital adequacy rules.¹⁰⁹

3. *Regulatory overview.*

This part of the review aims at determining whether steps in the direction of green central banking have been taken (if any) by legislators and regulators.

Existing research analyzes examples and case studies of some tools that have been developed and implemented by CBs until now. Classifications are provided for by Campiglio, Dafermos, Monnin, Ryan-Collins, Schotten, and Tanaka,¹¹⁰ D’Orazio and Popoyan,¹¹¹ Network for Greening the Financial System,¹¹² Dikau and Volz,¹¹³ and by Ramos Muñoz, Cabrales, and Sanchez.¹¹⁴ Most recently, Dikau and Volz collected data on 135 national CBs and reported that the majority of green central banking decisions taken until now are functional to primary mandates – price and financial stability.¹¹⁵ D’Orazio and Popoyan¹¹⁶ report and classify the implementation of green prudential regulatory tools based on a unique dataset.

This paper builds on these reports and expands this line of research by also:

1. proposing a formal categorization of green central banking tools and techniques, which represents an encompassing blueprint that can be used by future studies (para 3.1).

2. specifically analyzing the individual situations of some CBs, selected because of (i) the size of the economies on which they have jurisdiction and/or (ii) their level of advancement in carrying out green central banking policies (para 3.2).¹¹⁷

¹⁰⁹ N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1137 f.

¹¹⁰ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.

¹¹¹ P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 28 ff.

¹¹² NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *op. cit.*, 18 ff.

¹¹³ S. DIKAU and U. VOLZ, *Central Banking*, cit., 5 ff.

¹¹⁴ D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, and A. SANCHEZ, *op. cit.*, 78 ff.

¹¹⁵ S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., table 1.

¹¹⁶ P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 33 ff.

¹¹⁷ Needless to say, it is not a statistically significant sample.

3.1. *Set of tools.*

Building on the categorization by Campiglio, Dafermos, Monnin, Ryan-Collins, Schotten, and Tanaka,¹¹⁸ Network for Greening the Financial System,¹¹⁹ Dikau and Volz,¹²⁰ D’Orazio and Popoyan,¹²¹ Mc Daniels and Robins,¹²² it is possible to conceptually identify different kinds of interventions that can be put in place with the purpose of conducting green central banking activities. Aside from the hypothesis that changes to the central banking legal setting brought about the legislative power (point A, table 2),¹²³ efforts undertaken by CBs themselves can occur in a heterogenous array of alternatives (point B, table 2).

To this regard, a very elementary distinction concerns the existence or absence of a general climate-related policy. Of course, a CB can be active in dealing with climate-related consequences even without formalizing a general policy/strategy, and rather acting through single decisions.

A first group of CBs’ climate-related actions is characterized by their signaling effect (point B.1, table 2). Such decisions, which span from tackling the issue in official speeches to joining the Network for Greening the Financial System («NGFS»), do not have immediate regulatory consequences, but usually pave the way for future developments, and potentially, interventions. A further step consists in conducting a technical assessment of the exposure of the CB itself to climate and transition risks, by testing the resilience of the CB’s balance sheet to climatic and transitional shocks (point B.2, table 2). It shall be observed that both point B.1 and B.2., though surely generating a signaling effect (and thereby an indirect external effect), can be considered *internal* to the CB, as the implementation of their subject-

¹¹⁸ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.

¹¹⁹ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *op. cit.*, 18 ff.

¹²⁰ S. DIKAU and U. VOLZ, *Central Banking*, cit., 5 ff.

¹²¹ P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 28 ff.

¹²² J. MC DANIELS and N. ROBINS, *op. cit.*, 14 ff.

¹²³ Currently infrequent in developed countries, with the notable exception of the UK: see below para 3.4.

matter does not involve *directly* either the supervised entities or the real economy.

In contrast, points B.3., B.4, and B.5, refer to decisions which, by their own definition, carry actual external consequences. From this point of view, *on the one hand* B.3 reports what are usually referred to as regulatory actions, *i.e.*, rules issued by CBs in their capacity as banking (and/or financial) regulator and/or supervisor. In some cases, this item can overlap with point A, if the function of banking supervision and regulation is assigned, entirely or partially, to an entity different from the CB. *On the other hand*, B.4 lists measures which are part of the classic CBs' function, *i.e.*, setting monetary policy. To this regard, it can be noticed that most of such measures represent so-called "unconventional" monetary policy operations, such as the eligibility of assets issued by the private sector as collateral in refinancing operation and/or under QE programs.

TABLE 2.	
CB	Notes
A. legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	<i>This item refers to relevant changes introduced by the legislative power and/or by regulatory entities different from the CB. Proposals not currently in force are included as such.</i>
B. Decisions by the CB.	<i>This item includes both general policy decisions as well as specific decisions. Moreover, sometimes a general policy is disclosed without referring to a formal policy/regulatory act.</i>

B.1. signaling of the issue in official policy statements. ¹²⁴	<i>This item includes all kinds of decision or formal activities which signal that the CB takes or plans to take into consideration the consequences of climate change. Recurring examples are reported in the three sub-items, which however are not exhaustive.</i>
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements. ¹²⁵	
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	
B.1.3. NGFS membership.	
B.2. assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	
B.3. banking and financial supervision-regulation ¹²⁶	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	
B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	
B.3.1.b. climate stress-testing	
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	<i>This item includes any kind of climate-weighted prudential</i>

¹²⁴ See also E. CAMPIGLIO, Y. DAERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff., footnotes 6 ff.; S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *op. cit.*, table 2.

¹²⁵ See also E. CAMPIGLIO, Y. DAERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff., footnotes 6 ff.; S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *op. cit.*, table 2.

¹²⁶ On the relationship between “micro” and “macro” prudential, see P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Taking*, cit., footnote 1; E. CAMPIGLIO, Y. DAERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff., list climate risk-weighted capital requirements as macroprudential.

	<i>rule (both “Pillar 1” and “Pillar 2”).</i>
B.4.1. monetary policy.	
B.4.1.1. credit operations	
B.4.1.2. collateral	<i>This item includes any kind of rule which provides for a climate-differentiated treatment of collateral eligible assets in refinancing operation.</i>
B.4.1.3. asset purchases under QE programs ¹²⁷	<i>This item includes any kind of rule which provides for a climate-differentiated treatment of assets eligible under QE programs.</i>
B.5. Foreign reserves management.	<i>Regardless of the denomination (“official reserves”)</i>

3.2. The European Central Bank.

The relevant initiatives carried out by the ECB are currently part of an elaborate strategy on the engagement of the Bank with climate change, which was approved by the ECB’s Governing Council on July 8th, 2021 («Climate action plan»)¹²⁸ Such plan includes a roadmap with a detailed indication of the actions to be taken and the related timing. Prior to that, the ECB had already started to consider the issue at several levels but lacked an organic plan.

On November 4th, 2021 – *i.e.*, during the COP26 – the ECB officially pledged to act in compliance with the Paris agreement and with the purpose of «mitigating the consequences of climate change».¹²⁹ Said document once again discloses the specifics of the forms of engagement with climate-related risks, enacted and/or planned by the ECB. The

¹²⁷ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *op. cit.*, 18.

¹²⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html

¹²⁹ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.pledge_climate_change_action211103~6af74636d8.en.pdf?8b1bc8a34bc3780cd41ff9802343d01e

ECB's roadmap is further summarized and accessible, also for the layman, at a dedicated webpage of the ECB's website.¹³⁰

It is worth noting that the first step of the ECB's roadmap – not explicitly reported in the table – is almost “cognitive”. In fact, it consists in developing «new indicators» for assessing a number of relevant factors, such as green financial instruments, the financial sector's exposure to climate risks, and the financial institutions' carbon footprints, *on the one side*; and incorporating climate risks into the ECB's macroeconomic modelling used for monetary policy decisions, *on the other side*.

Concerning a measure whose adoption has been pushed by many commentators as a lead-by-example policy,¹³¹ the ECB declares that its own funds and staff's pension fund portfolios have followed a sustainable investment strategy since 2020.

As recalled by the literature reported above, the ECB's mandate is enshrined in art. 127 TFUE, according to which «[t]he primary objective of the European System of Central Banks (hereinafter referred to as ‘the ESCB’) shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union». As a result, price stability is the primary mandate, while the support of the general economic policies is the secondary one.

<u>A.</u> legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	Mandatory disclosure of “green asset ratio” by banks, starting from July 2022 ¹³² Proposal of EU Regulation for climate disclosure as an eligibility requirement in collateral framework and asset purchases, mentioned in ECB's roadmap, bullet no 5.
--	--

¹³⁰ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/roadmap/html/index.en.html>

¹³¹ P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, and R. SVARTZMAN, *op. cit.*, 49, 54; S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *op. cit.*, 92 f.

¹³² Commission Delegated Regulation (Eu) 2021/2178 was issued on July 6th, 2021, and entered into force on January 1st, 2022.

	Proposal to introduce green supporting factor in capital requirements mentioned by DOMBROVSKIS ¹³³ , currently abandoned ¹³⁴
B. Decisions by the CB.	«Climate action plan», ECB Governing Council on 8.7.2021 The ECB pledge on climate change action, 4.11.2021
B.1. decisions with signaling effects.	
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements.	Constant in Ms. Lagarde's speeches/posts (<i>e.g.</i> see: 18.11.2022, 9.11.2021, 4.11.2021, 25.1.2021, 27.2.2020) ¹³⁵ as well as in Mr. Elderson's ¹³⁶ and in Ms.

¹³³ V. DOMBROVSKIS, *op. cit.*

¹³⁴ https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0242_EN.html
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_5235

¹³⁵ All available at:
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/speaker/pres/html/index.en.html>

¹³⁶ Amongst others, see: 21.10.2021 (<https://www.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211020~03fba70983.en.html>);
23.9.2021

(<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210923~0c7bd9c596.en.html>);
13.2.2021

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210213~7e26af8606.en.html>

	Schnabel's; ¹³⁷ previously, Cœuré, ¹³⁸ Draghi, ¹³⁹ and Mersch. ¹⁴⁰
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	Yes, ECB «climate change centre», established in January 2021 ¹⁴¹
B.1.3. NGFS membership.	Yes, joined May 2018
B.2. assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	Assessed and disclosed on 28.3.2023 ¹⁴² , including the results of a climate stress test of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes ¹⁴³
B.3. banking and financial supervision-regulation	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	ECB's roadmap, bullets no 1-3

¹³⁷<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230110~21c89bef1b.en.html>;
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html>;
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html;

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201217~2ba78083cf.en.pdf?5e1547ca24c2bf6b6fad76bed62ffcf4>;

[ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220108~0425a24eb7.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220108~0425a24eb7.en.html)

¹³⁸<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181127.en.html>

¹³⁹https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/151961/Monetary%20Dialogue%2009072018_FR.pdf, 11.

¹⁴⁰<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181127.en.html>

¹⁴¹https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125_1~3fc4ebb4c6.en.html

¹⁴²<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230324~f417b719fd.en.html>

¹⁴³https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_related_financial_disclosures_eurosystem_corporate_sector_holdings_monetary_policy_purposes2023~9eae8df8d9.en.pdf?44e1ca0d64e12148df58cb8acaed6f4a

B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	- Supervisory expectations relating to risk management and disclosure, 2020 - ongoing assessment on banks' compliance. Further actions possible. - see also A.
B.3.1.b. climate stress-testing	- results of an economy wide climate stress test published first in Sept. 2021¹⁴⁴; results of the 2022 climate risk stress test of the Eurosystem balance sheet published in March 2023¹⁴⁵ - supervisory climate stress test of individual banks planned for 2022 (roadmap, bullet no 6)
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	
B.3.2. Lending quotas	No
B.4.1. monetary policy.	
B.4.1.1. credit operations	No
B.4.1.2. collateral	- climate disclosure on assets eligible as collateral. Detailed plan in 2022 q4 - favoring green assets in collateral eligibility. Detailed plan in 2022 q4 - incorporation of climate risk in ratings. Planned by mid 2022. - «Since the beginning of 2021, we accept certain sustainability-linked

¹⁴⁴ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op281~05a7735b1c.en.pdf>

¹⁴⁵ https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202302_06~0e721fa2e8.en.html

	bonds as collateral and for our asset purchases» ¹⁴⁶
B.4.1.3. asset purchases under QE programs	- review of current portfolio, incorporate climate risk in APP-CSPP (see also above, point B.2) - disclosure of climate information of the current CSPP portfolio (see above, point B.2) - introduction of climate criteria for future purchases¹⁴⁷ - «Since the beginning of 2021, we accept certain sustainability-linked bonds as collateral and for our asset purchases»¹⁴⁸
B.5. Foreign reserves management.	Pledge: Disclosure of climate-related information on ECB <i>non-monetary policy portfolios</i> in cooperation with the other Eurosystem central banks

3.3. The US Federal Reserve System.

It is a widespread belief that the US Federal Reserve is lagging the international central banking best practices.¹⁴⁹ This usually goes

¹⁴⁶ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/roadmap/html/index.en.html>;
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922~482e4a5a90.en.html>

¹⁴⁷ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 465 «For instance, the European Investment Bank (EIB) dedicates a minimum of 25% of its lending to climate action projects. Thus, the ECB might already be indirectly supporting low-carbon investments, although to a limited extent, through the inclusion of EIB-issued bonds in its quantitative easing programme».

¹⁴⁸ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/roadmap/html/index.en.html>;
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922~482e4a5a90.en.html>

¹⁴⁹ R. MEYER, *The Planet Needs Jerome Powell*, in *The Atlantic*, 21 Sep. 2021, available at: <https://www.theatlantic.com/science/archive/2021/09/climate-case-for->

together with the concept that the Fed's mandate¹⁵⁰ does not cover climate change.¹⁵¹

Be that as it may, the Fed has now started to address climate change.¹⁵² Such a move is likely to have been caused both by political pressures as well as by the general acceptance of the idea that a mandate of guaranteeing price stability does include the task of taking adequate measures when such goals are jeopardized by climate related financial risks. In December 2020, the Fed joined the NGFS. The need to address climate related financial risks has been mentioned in several speeches by both the Chairman of the Board of Governors – Mr. Powell – and Ms. Lael Brainard, a member of the Board of Governors.

Most recently, a perspective on likely future developments is contained in the Report on Climate-Related Financial Risk of the Financial Stability Oversight Council (FSOC), which was published on October 21st, 2021. The publication of the report led to a statement by Mr. Powell, which explicitly supported the report and stated that the «Federal Reserve will address climate-related risks in an analytically rigorous, transparent, and collaborative way». It is useful to recall that the FSOC was established by the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act as the body responsible for the institutional coordination and cooperation between the plethora of federal regulators, as well as the relevant state regulators, involved with the financial sector. Therefore, recommendations by the FSOC are likely to result in regulatory and/or supervisory decisions by the individual participating agencies, among which is the Fed.

Furthermore, on September 29th, 2022, the Fed Board announced that «six of the nation's largest banks will participate in a pilot climate scenario analysis exercise designed to enhance the ability of supervisors and firms to measure and manage climate-related financial risks».¹⁵³

jerome-powell/619944/?utm_source=email&utm_medium=social&utm_campaign=share;
A. TOOZE, *Why Central*, cit.

¹⁵⁰ «So as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates».

¹⁵¹ M.K. BRUNNERMEIER and J. LANDAU, *op. cit.*; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., table 1 and 2.

¹⁵² S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit.; R. MEYER, *The Planet*, cit.

¹⁵³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20220929a.htm>

<u>A.</u> legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	
<u>B.</u> Decisions by the CB.	
<u>B.1.</u> decisions with signaling effects.	
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements.	Brainard, Feb 2021, ¹⁵⁴ Oct 2021, ¹⁵⁵ Nov 2019. ¹⁵⁶ Powell, Oct 2021 ¹⁵⁷
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	- Supervision Climate Committee, established in Jan 2021 - Climate related Financial Risk Committee of the Financial Stability Oversight Council
B.1.3. NGFS membership.	Yes, since December 2020
<u>B.2.</u> assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	
<u>B.3.</u> banking and financial supervision-regulation	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	- Climate scenario analysis proposed by Brainard ¹⁵⁸ ; - on 29.9.2022, the Fed Board announced that «six of the nation's largest banks will participate in a pilot climate scenario analysis

¹⁵⁴<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210218a.htm>

¹⁵⁵<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20211007a.pdf>

¹⁵⁶<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20191108a.htm>

¹⁵⁷<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20211021c.htm>

¹⁵⁸ See also the overview on the sentiment by banking top executives: <https://www.reuters.com/business/cop/wall-street-sees-first-fed-climate-change-review-2023-2021-11-17/>.

	exercise designed to enhance the ability of supervisors and firms to measure and manage climate-related financial risks» ¹⁵⁹ - FSOC's Recommendations 1.4., 2.2.
B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	- FSOC's Recommendation 3.2.
B.3.1.b. climate stress-testing	
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	
B.3.2. Lending quotas	
B.4.1. monetary policy.	
B.4.1.1. credit operations	
B.4.1.2. collateral	
B.4.1.3. asset purchases under QE programs	
B.5. Foreign reserves management.	

3.4. *The Bank of England*

As noted above (para. 1), the Bank of England was the first CB to officially state that central banking cannot ignore the systemic consequences of climate change and transition.¹⁶⁰ Therefore, it is not surprising that the BoE has implemented a climate-related policy which entails a wide-ranging array of tools. The BoE's climate policy is described also in a dedicated webpage of the bank's institutional website.¹⁶¹

¹⁵⁹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20220929a.htm>

¹⁶⁰ M. CARNEY, *cit.*

¹⁶¹ <https://www.bankofengland.co.uk/climate-change>.

Furthermore, in 2021 climate concerns have been explicitly incorporated in the BoE's mandates of supporting the economic policy subject to the safeguarding of price stability. Section 12 of the Bank of England Act (1998) requires the Treasury to specify «(a) what price stability is to be taken to consist of, or (b) what the economic policy of Her Majesty's Government is to be taken to be» on a yearly basis.¹⁶² Pursuant to such provision, the remit for the Monetary Policy Committee issued by the Treasury on the March 3rd, 2021, requires the BoE to «reflect the government's economic strategy for achieving strong, sustainable and balanced growth *that is also environmentally sustainable and consistent with the transition to a net zero economy*» (emphasis added).¹⁶³

Such move is noteworthy in the first place for its symbolic value, as it is unprecedented in developed economies. In addition, it has caused an ongoing shift in the BoE's approach to climate risks. While, before that, the BoE appeared to be inclined to focus mostly on supervisory measures - differently from the ECB's approach -, it has turned to monetary policy tools as well. In fact, in May 2021, the discussion paper, «Options for Greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme» was published. Subsequently, the BoE published a

¹⁶² Which are respectively the primary and secondary BoE's mandates according to Section 11 of the Bank of England Act (1998).

¹⁶³ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2021/march/2021-mpc-remit-letter.pdf?la=en&hash=C3A91905E1A58A3A98071B2DD41E65FAFD1CF03E>. It is worth noting that, albeit the two subsequent remits (on 27.10.2021 and on 17.11.2022) do not explicitly include such indication, they confirm previous inflation targets as well as the materiality of price stability in pursuing the government economic policies (https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1028597/CX_LETTER_TO_GOVERNOR_MPC_REMIT_271021.pdf); https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1118261/MPC_Remmit_Autumn_Statement_2022.pdf). While the October 2021 Remit explicitly included in such policies the «transition to an environmentally sustainable and resilient net zero economy», the November 2022 does not refer it. This evolution reflects both the changes in the composition of the English government and the aggravated inflation scenario.

detailed plan for greening the scheme¹⁶⁴ (deemed insufficient by Dafermos, Gabor, Nikolaidi, and van Lerven).¹⁶⁵

<u>A.</u> legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	Treasury Remit for the Monetary Policy Committee (March 2021)
<u>B.</u> Decisions by the CB.	Supervisory statement April 2019 The Bank of England's climate-related financial disclosure, June 2021 Climate-related financial risk management and the role of capital requirements, Oct 2021
<u>B.1.</u> decisions with signaling effects.	
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements.	Carney 2015
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	Climate Steering Group
B.1.3. NGFS membership.	Founding member
<u>B.2.</u> assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	Yes, disclosed (June 2021 doc, 18 ff.)
<u>B.3.</u> banking and financial supervision-regulation	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	Supervisory expectations April 2019

¹⁶⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/markets/greening-the-corporate-bond-purchase-scheme>

¹⁶⁵ Y. DAFERMOS, D. GABOR, M. NIKOLAIDI, and F. VAN LERVEN, *op. cit.*, 1 ff.

	2021 Climate Biennial Exploratory Scenario (CBES), started Jun 2021 ¹⁶⁶
B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	«Consistent with existing requirements on regulated firms to disclose material risks in their Pillar 3 reports, firms will be required to disclose material climate-related financial risks from the end of 2021». Oct 2021, p. 19
B.3.1.b. climate stress-testing	2021 Climate Biennial Exploratory Scenario (CBES)
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	- as ad hoc capital add-ons determined by the PRA, «Where progress [by supervised entities] remains insufficient and assurance or remediation is needed» (in alternative, «appointment of a Skilled Persons Review under Section 166 of FSMA») - «[B]y the end of 2022 the PRA intends to provide an update on the following: [...] on whether changes to the regulatory capital regimes, or their application, are required to address climate related financial risks». • capital is not the right tool to address the causes of climate change, but that it should be used to provide resilience against its consequences.

¹⁶⁶ Furthermore, the Oct 2021 document states that from 2022 onwards «the management of climate-related financial risks will become subject to formal supervisory assessments. In continuous assessment meetings and supervisory reviews, boards, firm executives and senior managers will be expected to be able to demonstrate their understanding of the risks climate change poses to their areas of responsibility and their plans to address them» (20).

	• the use of capital, or change in capital frameworks, could address relevant gaps [internal modelling, microprudential, macroprudential] [Oct 2021, 20-21, 28 ff.]
B.3.2. Lending quotas	
B.4.1. monetary policy	
B.4.1.1. credit operations	
B.4.1.2. collateral	
B.4.1.3. asset purchases under QE programs	Framework for Greening the CBPS
B.5. Foreign reserves management.	

3.5. *The Bank of Norway (Norges Bank)*

The mandate of the central Bank of Norway (Norges Bank) is defined in sections 1 and 2 of the Act relating to Norges Bank and the Monetary System (Central Bank Act) (enacted with Resolution June 21st, 2019, No. 804) and in section 1 of the Regulation on Monetary Policy, enacted with Royal Decree of 13 December 2019).

More specifically, according to the Central Bank Act, «[t]he purpose of the central banking activities is to maintain monetary stability and to promote the stability of the financial system and an efficient and secure payment system» (section 1). Furthermore, «the central bank shall contribute to high and stable output and employment» (section 2). The Regulation on Monetary Policy specifies that «monetary policy shall maintain monetary stability by keeping inflation low and stable» (section 1).

Norges Bank states that its «operational target [...] in interest rate setting is inflation close to 2 percent over time. As the primary objective of monetary policy is low and stable inflation, it can be said that Norway has an inflation-targeting monetary policy regime. [...] When shocks occur, a short-term trade-off may arise between reaching the inflation target and supporting high and stable output and employment.

Monetary policy should achieve a reasonable trade-off between these considerations».¹⁶⁷

The most elaborate description of Norges Bank's approach to climate and transition-related risks is to be found in its response to the consultation started by the Norwegian Climate Risk Commission in 2019¹⁶⁸. The section «Climate change and Norges Bank's core tasks» of the bank's institutional website contains a brief version of such policy,¹⁶⁹ which appears to be focused on an enhanced assessment of climate and transition risks for the financial system and the economy. This also requires a regime of disclosure of climate risks by financial entities, that Norges Bank is currently developing.

In addition, it needs to be noted that Norges Bank manages Norway's sovereign fund (Government Pension Fund Global, GPF). Such fund is bound by sustainability criteria in its investment process¹⁷⁰. In this respect, one can reasonably argue that Norges Bank indirectly acts as an active steward in dealing with the consequences of climate change,¹⁷¹ whose reach is considerable to the tremendous magnitude of the managed wealth.

A. legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	
--	--

¹⁶⁷ <https://www.norges-bank.no/en/topics/Monetary-policy/Mandate-monetary-policy/>

¹⁶⁸ <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news-publications/Submissions/2019/2019-03-15/>. See S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 13.

¹⁶⁹ <https://www.norges-bank.no/en/topics/about/climate-and-the-economy/climate-change-and-banks-core-tasks/>

¹⁷⁰ https://www.nbim.no/contentassets/fef0e2802b3f423ba2e514cfde1277d7/government-pension-fund-global_2020_responsible-investment_web.pdf. See E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.

¹⁷¹ See also Norges Bank's response to the European Commission Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy, available at: https://www.norges-bank.no/contentassets/5b045b08d7ef47a8bc586f08e26b9e2f/eu-renewed-strategy-on-sustainable-finance_innspill-nb.pdf?v=06/17/2020085122&ft=.pdf

B. Decisions by the CB.	- Section «Climate change and Norges Bank's core tasks» on institutional website
B.1. decisions with signaling effects.	
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements.	Oct 2021, ¹⁷² Nov 2019 ¹⁷³
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	
B.1.3. NGFS membership.	Since 2018
B.2. assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	
B.3. banking and financial supervision-regulation	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	Assessment based on generally available data (not through an <i>ad hoc</i> stress testing), 2021 (financial stability report 2021)
B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	Programmed (Oct 2021 speech)
B.3.1.b. climate stress-testing	Programmed (Oct 2021 speech)
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	
B.3.2. Lending quotas	
B.4.1. monetary policy	
B.4.1.1. credit operations	
B.4.1.2. collateral	

¹⁷² <https://www.bis.org/review/r211112g.pdf>

¹⁷³ <https://www.norges-bank.no/en/news-events/news-publications/Speeches/2019/2019-11-08-matsen/>

B.4.1.3. asset purchases under QE programs	
B.5. Foreign reserves management.	

3.6. *The Bank of Japan*

The Bank of Japan conducts currency and monetary control, aiming at achieving price stability, thereby contributing to the sound development of the national economy (secondary mandate).¹⁷⁴

On July 27th, 2021, the Bank of Japan published an official Strategy on Climate Change. A first implementation of such policy is the decision on Transactions for Climate Response Financing Operations, issued in November 2021. However, similar measures had been already in place since 2016, when the BoJ adopted the Loan Support Program, according to which the CB «offers loans at below market rate to financial institutions to support several lending priority sectors, including environmental businesses».¹⁷⁵

Moreover, for a complete evaluation of BoJ's green activities it needs to be considered that «the Bank has been making investment in the Asian Bond Fund launched by EMEAP for the purpose of supporting the development of local currency-denominated bond markets in Asia. Aimed at helping to catalyze further deepening of the local currency-denominated green bond market» (July 2021).

Albeit Matikainen, Campiglio, and Zenghelis suggest that the BoJ's QE program is less carbon-intensive than the ECB's and Bank of England's ones, the same study still shows that the former is concentrated mostly on manufacturing.¹⁷⁶

¹⁷⁴ Article 2 of the Bank of Japan Act (Act No. 67 of 1942).

¹⁷⁵ E. CAMPIGLIO, Y. DAERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 462 ff.

¹⁷⁶ S. MATIKAINEN, E. CAMPIGLIO, and D. ZENGHELIS, *op. cit.*

<u>A.</u> legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	
<u>B.</u> Decisions by the CB.	The Bank of Japan's Strategy on Climate Change. Speech-Statement 27 July 2021.
<u>B.1.</u> decisions with signaling effects.	
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements.	The Bank of Japan's Strategy on Climate Change. Speech-Statement 27 July 2021.
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	Climate Coordination Hub («internal network») «Climate change» page on the institutional website
B.1.3. NGFS membership.	Since 2019
<u>B.2.</u> assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	
<u>B.3.</u> banking and financial supervision-regulation	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	Pilot Scenario Analysis Exercise on Climate-Related Risks published in August 2022 ¹⁷⁷
B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	Encouraged by the bank (since July 2021)
B.3.1.b. climate stress-testing	
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	

¹⁷⁷ <https://www.boj.or.jp/en/finsys/cofsa/data/rel220826a.pdf>.

B.3.2. Lending quotas	D’ORAZIO and POPOYAN ¹⁷⁸ report of voluntary lending limits
B.4.1. monetary policy	
B.4.1.1. credit operations	Transactions for Climate Response Financing Operations (Nov 2021) ¹⁷⁹ Financing is contingent on climate disclosure by receiving institution Financeable operations: (1) Green loans, (2) Green bonds (including sustainability bonds), (3) Sustainability-linked loans with performance targets related to efforts on climate change, (4) Sustainability-linked bonds with performance targets related to efforts on climate change, (5) Transition finance ¹⁸⁰
B.4.1.2. collateral	
B.4.1.3. asset purchases under QE programs	
B.5. Foreign reserves management.	Preference for green bonds issued by governments and other institutions (July 2021)

3.7. *The People’s Bank of China.*

According to Article 3 of the Law of the People’s Republic of China on The People’s Bank of China (18 March 1995), The People’s Bank of China has the following mandate: «The objective of monetary policy

¹⁷⁸ P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 33.

¹⁷⁹ https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/ope_x/opetori22.htm/

¹⁸⁰ Three auctions for funds disbursement on the basis of said framework have been published by the BoF, for a total of 7.247,5 billion yen: <https://www.boj.or.jp/en/about/climate/index.htm>, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2023/mpr230127a.pdf.

is to maintain the stability of the value of the currency and thereby promote economic growth».¹⁸¹

The PBC, who is also a NGFS founding member, has drawn the attention of the literature since it was the first CB to formally adopt green parameters in collateral eligibility criteria in 2018.¹⁸² While this might sound somewhat unexpected, given the reluctance showed by the PRC to commit to green targets in international fora,¹⁸³ it has been noticed that the Chinese CB is at the forefront in many “innovative” fields of central banking, such as not only green finance,¹⁸⁴ but also digital currencies.¹⁸⁵

Fang et al. 2020 collects data related to the (green) bonds that became eligible as collateral after the PBC’s collateral eligibility decision in 2018. They find that the eligibility determines a decrease in the bond spread both in the secondary and in the primary markets. Macaire and Naef come to similar conclusions by comparing the variations in yields of respectively green and non-green bonds after the PBC’s collateral eligibility in 2018.¹⁸⁶

¹⁸¹<http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/english/resource/cms/2015/08/2015082610501049304.pdf>, in English.

¹⁸² S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 10 f.; P. FISHER and K. ALEXANDER, *op. cit.*, 10; C. MACAIRE and A. NAEF, *Greening Monetary Policy: Evidence from the People’s Bank of China*, Banque de France Working Paper 812, Paris, Banque de France, 2021 (available at: <https://publications.banque-france.fr/en/greening-monetary-policy-evidence-peoples-bank-china>) report also that, according to that decision, green bonds enjoy preferential status *ceteribus paribus*).

¹⁸³ L. KUO and M. BIRNBAUM, *China declares coal peak, India readies pollution lockdown days after U.N. climate summit*, in *The Washington Post*, 15. Nov. 2021; *The Economist*, *Amid extreme weather, China avoids mention of climate change*, in *The Economist*, 31 Jul. 2021; E. WHITE, *Global climate fight hinges on China’s \$6.5tn green investments challenge*, in *Financial Times*, 16 Nov 2021.

¹⁸⁴ J. MC DANIELS and N. ROBINS, *op. cit.*, 13, 15; HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *op. cit.*, 10, 63; A. TOOZE, *Why Central Banks*, cit.

¹⁸⁵ R. AUER, G. CORNELLI, and J. FROST, *Rise of the central bank digital currencies: drivers, approaches and technologies*, BIS Working Papers 880, Bank for International Settlements, 2020, available at: <https://www.bis.org/publ/work880.pdf>; *The Economist*, *China aims to launch the world’s first official digital currency*, in *The Economist*, 25 Apr. 2020. See People’s Bank of China, Progress on Research and Development of E-CNY [digital fiat currency] in China, July 2021.

¹⁸⁶ C. MACAIRE and A. NAEF, *op. cit.*

A. legislative/regulatory changes outside the sphere of the CB.	
B. Decisions by the CB.	Guidelines for Establishing the Green Financial System 2016 ¹⁸⁷
B.1. decisions with signaling effects.	
B.1.1. signaling of the issue in official policy statements.	Latest, March 2023 ¹⁸⁸
B.1.2. setting up of dedicated internal department/units	
B.1.3. NGFS membership.	Founding member
B.2. assessment of climate-related financial risks for the CB's own balance sheets	
B.3. banking and financial supervision-regulation	
B.3.1. assessment of climate-related financial risk for the financial system	
B.3.1.a. disclosure of climate-related financial risks by financial institutions	
B.3.1.b. climate stress-testing	- Monetary Policy Report Quarter 4 2017: green financing included in the assessments of implementation

¹⁸⁷ <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3131759/index.html>

The first efforts in the field date back to the Green Credit Policy of 2007, jointly issued by the PBC, the China Banking Regulation Commission (now China Banking and Insurance Regulatory Commission), and the Ministry of Environmental Protection (S. DIKAU, N. ROBINS, and M. TÄGER, *op. cit.*, 94; R. D' SOUZA and T. RANA, *The Role of Monetary Policy in Climate Change Mitigation*, ORF Issue Brief No. 350, April 2020, Observer Research Foundation).

¹⁸⁸ <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688175/4848508/index.html>

	of the general credit policy in the macro-prudential assessment ¹⁸⁹ - consultation paper on green finance performance evaluation of the banking sector, July 2020 ¹⁹⁰
B.3.1.c. climate-risks-weighted capital prudential regulation	
B.3.2. Lending quotas	
B.4.1. monetary policy.	
B.4.1.1. credit operations	
B.4.1.2. collateral	Green bonds as collateral for the Medium-term Lending Facility, since 2018 ¹⁹¹
B.4.1.3. asset purchases under QE programs	
B.5. Foreign reserves management.	

3.8. Main results of the regulatory overview.

Purpose of this section is to identify, *on the one hand*, common trends among the policies enacted by the examined CBs and, *on the other hand*, sectors or actions in which some of them stand out.

First, most of the CBs involved in this review have adopted some form of climate action plan which explicitly codifies their approach to climate change and climate financial risks (as monetary policy setter and/or as financial supervisor), the main exception to this being the Fed. Most frequently, such plans entail (i) the setting up of internal structures

¹⁸⁹ E. CAMPIGLIO, Y. DAFERMOS, P. MONNIN, J. RYAN-COLLINS, G. SCHOTTEN, and M. TANAKA, *op. cit.*, 465; P. D’ORAZIO and L. POPOYAN, *Fostering*, cit., 33; S. DIKAU and U. VOLZ, *Central bank mandates*, cit., 10.

¹⁹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4059904/index.html>

¹⁹¹ <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4048314/3711516/index.html>

or bodies that are specifically entrusted with different kind of tasks in the area of climate change and (ii) the carrying out of stress-testing or scenario analysis with the purpose of assessing the exposure of the banking and financial system to climate-related financial risks. All the CBs examined are NGFS member.

By contrast, only the ECB and the BoE assessed their own exposure to such risks and only under EU and English rules the disclosure of individual climate-related risks is mandatory for financial entities, although it is recommended also by the US FSOC.

In the field of prudential supervision, the idea of tilting capital requirements with the purpose of incentivizing green investment (with the introduction of either a green supporting factor or a brown penalizing factor) does not seem currently to be on the menu of alternatives taken into consideration by CBs. Only the BoE does not rule out the possibility of imposing additional capital requirements (pillar 2) on the basis of entity-specific climate risks.

With regard to monetary policy, only the ECB and the PBC have amended the eligibility criteria of assets admissible as collateral in lending operations in order to facilitate “green” over “brown” ones, while the BoJ is the only one to have turned to outright credit operations as well as to lending quotas.

La ristrutturazione aziendale come elemento strategico? Riflessioni sui rapporti tra consiglio di amministrazione e amministratore delegato nella gestione della crisi*

SOMMARIO: 1. Introduzione e impostazione del problema. – 2. I flussi informativi tra delegato e delegati in relazione ai segnali di crisi. - 3. I rapporti tra delegato e deleganti in merito alla scelta delle misure di ristrutturazione aziendale. – 3.1. La ristrutturazione aziendale come scelta relativa agli “assetti organizzativi, amministrativi e contabili” o ai “piani strategici industriali e finanziari”? – 3.2. Il riparto di competenze sui “piani” nella disciplina comune: il problema del potere di “esame” del consiglio. – 3.3. Il riparto di competenze tra *plenum* e delegati in relazione all’adozione del piano strategico di ristrutturazione aziendale.

1. Introduzione e impostazione del problema.

La domanda posta dal titolo della relazione che mi è stata assegnata richiede di svolgere una riflessione sui rapporti intercorrenti tra, per un verso, la strategia imprenditoriale adottata dalla società *in bonis* e, per altro verso, la scelta circa l’avvio di una “ristrutturazione aziendale”, da intendersi ai sensi dell’ampia definizione contenuta nella Direttiva 1023/2019/UE (c.d. Direttiva Insolvency), ossia come l’insieme di misure di varia natura funzionali al superamento di uno stato di crisi¹.

Da un punto di vista prettamente fattuale, non si può mancare di notare come il sopravvenire di uno stato di crisi impedisca di per sé

* Il presente lavoro riprende, con l’aggiunta di note, la relazione dal titolo “La ristrutturazione aziendale come elemento strategico?” svolta al convegno italo-tedesco “La ristrutturazione aziendale nell’ordinamento europeo armonizzato” tenutosi a Villa Vigoni il 4-6 luglio 2022 e attualmente in corso di pubblicazione anche negli atti del convegno stesso.

¹ Ai sensi dell’art. 2, par. 1, n. 1 della Direttiva Insolvency il termine “ristrutturazione” viene inteso come le «misure che intendono ristrutturare le attività del debitore che includono la modifica della composizione, delle condizioni o della struttura delle attività e delle passività del debitore o di qualsiasi altra parte della struttura del capitale del debitore, quali la vendita di attività o parti dell’impresa, e, se previsto dal diritto nazionale, la vendita dell’impresa in regime di continuità aziendale, come pure eventuali cambiamenti operativi necessari, o una combinazione di questi elementi».

l'efficace perseguimento della politica strategica elaborata dagli amministratori quando l'impresa era sana. Dal momento che la "crisi" si sostanzia nello «*stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi*» (art. 2, co. 1, lett. a), essa si risolve in una situazione in cui la struttura patrimoniale-finanziaria non riesce più a sostenere la gestione corrente (la cui inalterata prosecuzione è destinata a traslare indebitamente il rischio imprenditoriale sul ceto creditorio), con conseguente impossibilità di conseguire gli obiettivi originariamente fissati. In queste circostanze, la prima e più immediata esigenza da affrontare – comune a ogni imprenditore, a prescindere dalla sua forma giuridica – è quella di evitare (là dove possibile) la definitiva perdita del *going concern*, così da salvaguardare gli interessi dei creditori (oltre a quello dei soci al recupero della redditività²). Si tratta, in altre parole, di avviare una sorta di "gestione transitoria" (spesso indicata come "gestione della crisi") il cui obiettivo primario (cessa di essere la massimizzazione del profitto e) diviene il salvataggio dell'impresa. In questa prospettiva, dunque, la gestione deve essere incanalata all'interno di una nuova "strategia", che partendo dall'individuazione delle cause del dissesto, stabilisca le misure di ristrutturazione aziendale atte a rimediare alle criticità riscontrate. Ed è noto, peraltro, che oggi, a seguito della riforma operata con il d.lgs. 14/2019 (c.d. codice della crisi, di seguito "c.c.i.") l'obbligo di avviare tale fase di risanamento è stato espressamente codificato all'art. 2086, co. 2, c.c. (e addirittura ripetuto all'art. 3, co. 1-2, c.c.i.) nella parte in cui impone a qualunque imprenditore di «*attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*»³ non appena gli adeguati assetti organizzativi abbiano captato un segnale di crisi.

² Sul problema degli interessi che gli amministratori sono tenuti a perseguire in pendenza della crisi v. F. BORDIGA, *Gli obblighi degli amministratori nel contesto del "codice della crisi e dell'insolvenza"*, in *Liber amicorum per Aldo A. Dolmetta. L'orizzonte è una linea che non c'è*, Milano, 2023, 478 ss., ove citazioni.

³ Per una disanima approfondita di tale obbligo di attivazione v. O. CAGNASSO, *L'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società: la posizione degli amministratori*, in *Diritto della crisi*, febbraio 2023, 5 s.

È dunque su tale obbligo di attivazione, inteso come determinazione (e successiva attuazione) della nuova strategia aziendale strumentale al recupero della sostenibilità economico-finanziaria, che si intende qui focalizzare l'attenzione, affrontando, in particolare, il problema della precisa individuazione del riparto di competenze in relazione a tale fase di "gestione transitoria".

Sul punto, in realtà, pochi dubbi possono realmente porsi sul fatto che l'obbligo di attivazione *ex art.* 2086, co. 2, c.c. ricada in via esclusiva sugli amministratori, con parallela sterilizzazione di ogni potere di interferenza da parte dei soci. Non solo viene oggi espressamente previsto che l'accesso a un qualsivoglia strumento di risoluzione della crisi rientra nella competenza esclusiva degli amministratori (*art. 120-bis c.c.i.*: sul quale si ritornerà *infra* § 3.3.), ma il medesimo principio è sancito nel diritto societario comune anche in relazione all'istituzione degli assetti organizzativi funzionali alla tempestiva percezione della crisi [cfr. *artt.* 2257 (per le s.s. e, dunque, applicabile a tutte le società di persone), 2380-*bis* (per le s.p.a.), 2409-*novies* (per le s.p.a. che adottano il dualistico) e 2475 (per le s.r.l.)]. Pare, quindi, possibile evidenziare che, per effetto delle recenti riforme, sia stato delineato un principio che, nell'ottica di evitare comportamenti opportunistici dei soci in danno ai creditori⁴, vuole allontanare il più possibile i primi dai ogni aspetto inerente alla crisi, con conseguente rafforzamento della posizione degli amministratori⁵.

Maggiori incertezze, invece, sorgono in relazione ai rapporti di potere tra amministratori delegati e amministratori deleganti nelle società dotate di un consiglio di amministrazione: profilo, questo, che non è stato direttamente affrontato dal codice della crisi. Viene dunque da chiedersi se nel frangente che ci occupa (di gestione della crisi) trovino piena applicazione le regole dettate dall'*art.* 2381 c.c. (pensato per le società *in bonis*) oppure se (ed eventualmente in che termini) le stesse siano state indirettamente impattate dal riformato quadro

⁴ Gli insegnamenti delle scienze economiche, infatti, dimostrano che durante la crisi è più alto il rischio che i soci, avendo ormai perso il proprio investimento, prediligano iniziative altamente rischiose (e finanche azzardate), il cui (probabile) esito negativo è destinato a ricadere sui soli creditori: F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, (trad. it.) 1996, 84.

⁵ Sul problema della posizione dei soci nell'ambito della crisi v. *infra* nt. 46.

normativo. Si tratta, in particolare, di comprendere se il meccanismo del c.d. *monitoring board*⁶ delineato nell'art. 2381 c.c. - in forza del quale, come noto, il consiglio mantiene un insopprimibile potere di indirizzo della gestione strategica (art. 2381, co. 3, secondo periodo, c.c.), la cui attuazione *day by day* viene demandata all'amministratore delegato, che riferisce semestralmente (o con la frequenza fissata dallo statuto) del suo operato al *plenum* (art. 2381, co. 5, c.c.) sottoponendosi così al suo controllo e giudizio⁷ - rimanga inalterato o se, all'opposto, questo subisca variazioni nel contesto del diritto societario della crisi.

⁶ Sul *monitoring board* v. per tutti M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, I, 2010, 657 ss.; e nella dottrina americana S. BAINBRIDGE, *The new corporate governance in theory and practice*, Oxford, 2008, 160 ss.; M.A. EISENBERG, *Corporation and other business organisation*, New York, 2008; ID., *The structure of the corporation: a legal analysis*, Washington, 1976, 162 ss.

⁷ Risulta pacifico in dottrina che il *plenum* conservi sempre una inderogabile funzione di indirizzo strategico e monitoraggio sull'operato delegato (cfr. *ex multis*: V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Torino, 2019, 253; G. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013; M. STELLA RICHTER, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 663 ss.; F. BARACHINI, *La gestione delegata della società per azioni*, Torino, 2008, 207; ID., *Art. 2381 c.c.*, in *Società per azioni. Commentario*, a cura di Abbadessa-Portale, Torino, 2016, 1199; G. GIANNELLI, *Il consiglio di amministrazione*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, coordinato da Marchetti-Santosuosso, Milano, 2013, 81; C. ANGELICI, *La società per azioni: principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni e proseguito da Schlesinger, Milano, 2012, 379 e nt. 80; M. IRRERA, *Assetti adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 236). Meno chiaro è, invece, il fondamento di tale ruolo di "alta amministrazione" riconosciuto al consiglio. Secondo l'opinione che risulta preferibile, la funzione in parola (di indirizzo strategico e monitoraggio) deriverebbe dagli insopprimibili poteri di direttiva e avocazione allo stesso riconosciuti dall'art. 2381, co. 3, c.c., che gli consentono di condizionare in ogni momento l'attività del delegato e, conseguentemente, confermano non solo che il *plenum* non si spoglia mai della funzione gestoria, ma pure che esso rimane costantemente sovraordinato al delegato (M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 236). Non è mancato, però, chi ha tratto il potere di indirizzo strategico del c.d.a. dalla previsione che riserva allo stesso il compito di "esaminare" i piani strategici industriali e finanziari (così, G. GIANNELLI, *op. cit.*, 81; C. ANGELICI, *op. cit.*, 379 e nt. 80; BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 207): sennonché tale posizione non sembra condivisibile, alla luce di quanto si vedrà *infra* § 3.2.

In altri termini, il problema è quello di chiarire come si snoda il processo di formazione della volontà della società in relazione alla predisposizione di un programma di ristrutturazione aziendale (che, si badi, precede e prescinde dalla attivazione di uno strumento di regolazione della crisi), precisando, per un verso, la conformazione del dovere di *reporting* del delegato in merito alla sussistenza della crisi e alla conseguente necessità di procedere a una ristrutturazione aziendale e, per altro verso, l'articolazione dei poteri tra delegato e deleganti sulla selezione delle misure all'uopo necessarie.

2. I flussi informativi tra delegato e deleganti in relazione ai segnali di crisi.

Nell'ottica di rimediare per tempo alla crisi (ed evitare che questa degeneri in insolvenza) una fase preliminare, ma di particolare importanza, è quella in cui viene rilevato il segnale di crisi, ove si pone il problema di comprendere come vada strutturato il flusso informativo verso il consiglio di amministrazione, al fine di renderlo edotto della situazione di difficoltà in cui verte la società.

Per inquadrare la questione è bene anzitutto ricordare che l'attuale obbligo di adeguatezza degli assetti *ex art. 2086, co. 2, c.c.* (così come integrato dall'*art. 3, co. 3-4, c.c.i.i.*⁸) richiede di proceduralizzare alcuni controlli che gli uffici aziendali sono tenuti a svolgere periodicamente per accertare lo stato di salute dell'impresa: controlli che, peraltro, devono essere effettuati con una frequenza (non fissata dalla legge, ma) che dovrà essere tarata in modo da evitare l'obsolescenza delle rilevazioni precedenti e, conseguentemente, scongiurare il rischio di non cogliere per tempo eventuali avvisaglie di crisi e/o di perdita di continuità aziendale⁹. È facile peraltro affermare che gli uffici preposti a detti controlli dovranno trasmettere i dati raccolti e i risultati ottenuti dalle verifiche effettuate all'amministratore delegato: e ciò, non solo perché – come si vedrà meglio *infra* § 3.1. – questo è il “costruttore” degli stessi assetti, ma soprattutto perché esso è posto al vertice di tutta l'organizzazione aziendale, quale principale

⁸ Sulla attuale versione dell'*art. 3 v. F. BORDIGA, op. cit., 478 ss.*

⁹ La periodicità di tali verifiche, pertanto, deve essere fissata in modo autonomo rispetto alla relazione periodica che l'amministratore delegato è tenuto a fare al c.d.a. ai sensi dell'*art. 2381 c.c.*

(se non unico) artefice della gestione corrente¹⁰. Grazie a tale flusso informativo, dunque, l'amministratore esecutivo è posto nella condizione di avere *costantemente* contezza del "generale andamento della gestione" e della "sua prevedibile evoluzione", come presuppone lo stesso art. 2381, co. 5, c.c. nella parte in cui impone allo stesso delegato di *periodicamente* riferire in consiglio su tali profili.

Chiarito dunque il primo passaggio informativo (uffici aziendali-amministratore delegato) sulla sussistenza di un indizio di crisi, il problema è capire se il successivo flusso verso il consiglio vada regolato ai sensi della disposizione da ultimo richiamata (con conseguente possibilità del delegato di attendere la prima relazione periodica utile), oppure se in tali evenienze sia possibile trarre dal sistema un obbligo del delegato di immediata informativa. Va, infatti, osservato, che la previsione di una cadenza fissa dell'obbligo del delegato di riferire al c.d.a. ha senz'altro senso nei casi in cui i dati rimandati dagli assetti organizzativi diano conto di una situazione di equilibrio economico-finanziario e senza particolari segnali di dissesto¹¹. All'opposto, però, in presenza di un sintomo di crisi vi potrebbe essere l'esigenza di un immediato coinvolgimento dell'organo collegiale. Ciò avviene senz'altro in quelle ipotesi in cui la società verta in condizioni particolarmente gravi, in cui già *a prima facie* emerge la necessità di operare in tempi stretti una ristrutturazione aziendale drastica, o che comunque implichi il compimento di operazioni che esulano dalle competenze del delegato (si pensi, ad es., all'ipotesi in cui il salvataggio dell'impresa passi necessariamente attraverso a una ricapitalizzazione della società, da proporre all'assemblea straordinaria). È chiaro che innanzi a siffatte condizioni, il delegato non potrà che chiedere al presidente di procedere immediatamente alla convocazione del c.d.a.

Si consideri però che gli assetti organizzativi devono essere tarati secondo un criterio di stretta prudenza, sì che è ben possibile (e finanche doveroso) che essi facciano scattare un "segnale d'allarme" pure in

¹⁰ A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Milano, 2010, 84.

¹¹ Ritiene eccessivamente lungo tale termine M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 252.

presenza di una crisi meramente potenziale (c.d. *twilight zone*)¹², in cui, pur essendosi registrate alcune prime difficoltà, ancora non si è innanzi a una sicura crisi effettiva. In queste circostanze è pacifico che il delegato non possa ignorare il peggioramento delle condizioni della società, ma sia tenuto, in virtù del suo dovere di agire informato, a verificare la gravità della situazione e individuare le cause che hanno portato al suo deterioramento. Tuttavia, è ben possibile che da tale analisi risulti che le problematiche rilevate siano agevolmente superabili mediante il compimento di atti che rientrano nelle competenze dello stesso amministratore delegato (ad es. la negoziazione di dilazioni di pagamento per far fronte a una momentanea carenza di cassa). Inoltre, non si può nemmeno escludere che il segnale d'allarme rimandato dagli assetti sia solo un c.d. falso positivo, innescato da tensioni meramente provvisorie e derivanti da "rischi calcolati" dall'amministratore delegato in un'ottica ancora del tutto fisiologica, in cui non vi è necessità di operare alcun intervento di risanamento. In questi scenari, ove non si ha l'esigenza di procedere a una ristrutturazione aziendale o, comunque, questa non necessita l'attivazione dei poteri del *plenum*, si potrebbe essere indotti a ritenere che il delegato non abbia l'obbligo di riferire in via straordinaria al consiglio di amministrazione, ma possa decidere di attendere la prima relazione periodica utile, dando in quell'occasione conto anche delle ragioni dei problemi rilevati e delle eventuali iniziative intraprese per risolverli. E, in effetti, prima dell'avvento del codice della crisi, in assenza di riferimenti normativi ulteriori all'art. 2381 c.c., questa

¹² Ciò si trae dalla richiesta di "tempestiva" rilevazione della crisi contenuta all'art. 2086, co. 2, c.c., che viene peraltro precisata dall'art. 3, co. 3, c.c.i., ove viene espressamente stabilito che gli assetti organizzativi debbano, tra il resto, consentire di «ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, comma 2». Questi sono due strumenti che vengono in rilievo nell'ambito della composizione negoziata dalla crisi, attivabile in presenza di una crisi meramente "probabile" (art. 12, co. 1, c.c.i.). Su tali strumenti v. R. RANALLI, *Le indicazioni contenute nella piattaforma: il test, la checklist, il protocollo e le possibili proposte*, in *Diritto della Crisi*, 2022; ID., *La ratio ed il funzionamento del test pratico per l'accesso al percorso di risanamento*, in *Diritto della crisi 2021*; M. IRRERA-P. RIVA, *La convergenza tra le indicazioni del codice della crisi e D.L. 118/2021: is cash king? DSCR e TdR a confronto*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 20 ottobre 2021.

sembrava l'opzione interpretativa da preferire (e, di fatto, seguita nella prassi). Tuttavia, una simile conclusione va verificata alla luce del quadro normativo rinnovato dal codice della crisi.

A questo proposito, va anzitutto dato conto di una voce dottrinale¹³ che, pur in assenza di un esplicito dovere dell'amministratore delegato di immediato *reporting* in deroga a quanto sancito dall'art. 2381 c.c., avevo tratto siffatto obbligo dalla versione originaria dell'art. 14 c.c.i. (mai entrata in vigore), il quale, disciplinando il ruolo dell'organo di controllo nell'ambito del c.d. sistema dell'allerta, chiedeva a quest'ultimo di verificare che il consiglio procedesse alla "costante"¹⁴ valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo e dell'andamento della gestione¹⁵. Tale previsione si considerava affidare implicitamente all'amministratore delegato il compito di informare tempestivamente il *plenum* di eventuali indizi di crisi intercettati a cavallo tra due relazioni semestrali, oltre che di predisporre – quantomeno in pendenza della crisi - relazioni maggiormente ravvicinate, così da rendere edotto l'organo gestorio "in tempo reale" dei risultati conseguiti nella fase di "gestione transitoria". Il tutto, peraltro, con il rischio di oberare eccessivamente il delegato, che, impegnato a predisporre report anche molto ravvicinati tra loro, sarebbe stato costretto a sottrarre tempo prezioso alla gestione operativa della crisi.

Ora, è noto che il sistema dell'allerta è stato interamente espunto dal codice delle crisi (e sostituito con l'istituto della composizione

¹³ E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 552, 560.

¹⁴ Sulla natura non continuativa del dovere di valutazione del c.d.a. in base al diritto societario comune v. M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 244, che evidenzia come «la valutazione – seppure ripetibile periodicamente – sembra alludere ad un'attribuzione che si esercita una tantum. Tale conclusione è avvalorata dalla previsione secondo cui la valutazione del generale andamento della gestione è svolta sulla base della relazione degli organi delegati».

¹⁵ Art. 14, co. 1, d.lgs. 14/2019 (versione originaria) «Gli organi di controllo societari, il revisore contabile e la società di revisione, ciascuno nell'ambito delle proprie funzioni, hanno l'obbligo di verificare che l'organo amministrativo valuti costantemente, assumendo le conseguenti idonee iniziative, se l'assetto organizzativo dell'impresa è adeguato, se sussiste l'equilibrio economico finanziario e quale è il prevedibile andamento della gestione, nonché di segnalare immediatamente allo stesso organo amministrativo l'esistenza di fondati indizi della crisi».

negoziata) e con esso pure la citata versione dell'art. 14 del c.c.i. Nondimeno, anche nel contesto normativo attualmente in vigore è possibile rintracciare una disposizione (invero già presente nel precedente art. 14, ma che è stata ripresa nell'ambito della disciplina della composizione negoziata) da cui può trarsi l'eliminazione di ogni discrezionalità del delegato nel decidere quando avvisare il consiglio delle difficoltà rilevate, a prescindere dalla relativa gravità. Il riferimento corre all'art. 25-*octies* c.c.i., nella parte in cui obbliga (ancora) l'organo di controllo a segnalare «*per iscritto all'organo amministrativo la sussistenza dei presupposti per la presentazione dell'istanza*» di accesso alla composizione negoziata della crisi (: presupposti che, come si è detto, secondo il nuovo art. 3 c.c.i., devono essere monitorati tramite agli assetti organizzativi adeguati¹⁶). È bene, anzitutto, chiarire che tale norma non pare doversi leggere come una alterazione del riparto organico dettato dal diritto societario comune, ma si risolve in una mera precisazione di come le ordinarie dinamiche tra i due organi si atteggiavano in presenza di un sintomo di potenziale crisi¹⁷. In questo senso, dunque, essa si limita a chiedere all'organo di controllo di instaurare immediatamente una dialettica con l'organo gestorio, all'evidente fine di verificare se quest'ultimo sta adempiendo ai doveri che scattano in tale evenienza. Pare, quindi, possibile affermare che la disposizione in parola impone l'attivazione di un flusso informativo inter-organico (collegio sindacale-consiglio di amministrazione) che non *sostituisce* la normale dialettica intra-organica (delegato-deleganti), ma si affianca a quest'ultima. Se, dunque, il sistema rinnovato chiede all'organo di controllo di segnalare formalmente al c.d.a. la sussistenza di una situazione di “potenziale crisi”, *a fortiori*, pare possibile ritenere che l'amministratore delegato non abbia possibilità di attendere la successiva relazione semestrale per rendere la medesima informativa, anche considerati i tempi stretti (pari a non più di 30 giorni) entro i quali il c.d.a. è tenuto a rispondere al collegio sindacale. Del resto, in presenza di una segnalazione di potenziale crisi proveniente dall'organo di controllo che colga “di sorpresa” il c.d.a., ciascun amministratore avrà il potere-dovere di

¹⁶ V. *supra* nt. 12 e testo corrispondente.

¹⁷ Sulla coerenza dell'art. 25-*octies* c.c.i. con le funzioni “ordinarie” del collegio sindacale sembrerebbe S. PACCHI, *Le segnalazioni per la anticipata emersione della crisi. Così è se vi pare*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 2022, 8.

pretendere che il delegato riferisca in consiglio *ex art. 2381, ult. co., c.c.*, il quale, a questo punto, non potrà più sottrarsi dal relazionare sul punto.

Fermo quanto precede, però, non si può mancare di notare come l'attuale sistema abbia rimosso ogni riferimento alla sussistenza dell'obbligo di "valutazione costante" da parte del c.d.a., sì che pare possibile fin da ora affermare che, nella successiva fase di attuazione del programma di ristrutturazione adottato, il delegato non sia più tenuto a un "reporting costante", ma recuperi (almeno in parte) la propria discrezionalità nel calibrare la frequenza delle informative: discrezionalità che, in ogni caso, dovrà essere sempre esercitata secondo diligenza, cosicché il delegato dovrà comunque riferire senza indugio ogni avvenimento che potrebbe avere un impatto negativo sulle *chances* di risanamento.

3. I rapporti tra delegato e deleganti in merito alla scelta delle misure di ristrutturazione aziendale.

Chiariti i flussi informativi che l'amministratore delegato è tenuto a innescare in presenza di un allarme di potenziale crisi, si deve ora comprendere come si atteggiavano i rapporti tra delegati e deleganti in relazione al successivo momento di selezione delle misure di ristrutturazione aziendale da adottare.

A questo riguardo, le conclusioni a cui si è giunti nel paragrafo che precede - circa l'obbligo di immediata informativa del dissesto al *plenum* - consentono fin da subito di ritenere che anche la fase di determinazione della strategia di risanamento non possa essere avviata dall'amministratore delegato "in via solitaria". È chiaro, infatti, che l'informazione immediata sulla sussistenza del dissesto, lungi dal considerarsi rilevante in sé, risulta piuttosto funzionale a mettere il *plenum* nella condizione di partecipare alla gestione della crisi. Si consideri, infatti, che il già citato art. 25-*octies* c.c.i. non si limita a prevedere l'obbligo di segnalazione dell'organo di controllo, ma è altresì nitido nell'affermare che all'interno della stessa segnalazione debba essere fissato «un congruo termine, non superiore a trenta giorni, entro il quale l'organo amministrativo deve riferire in ordine alle iniziative intraprese». Tale flusso informativo intra-organico sottende chiaramente che il consiglio di amministrazione sia sempre

coinvolto nella fase di gestione della crisi, sebbene nessuna norma del codice della crisi si preoccupi di determinare in cosa detto coinvolgimento consista nello specifico. Resta, pertanto, rimesso all'interprete il compito di delineare la precisa articolazione di competenze interne all'organo gestorio in merito alla definizione del percorso di risanamento da intraprendere.

Anche rispetto a tale profilo di indagine, l'analisi non può che partire dall'art. 2381 c.c., il quale, come noto, regola i rapporti tra delegati e deleganti in modo diverso, in relazione a due specifiche decisioni: da un lato, quelle inerenti agli *“assetti organizzativi, amministrativi e contabili”* (art. 2381, co. 3-5, c.c.), ove si prevede che il delegato *“curi”* l'assetto, mentre al consiglio viene demandato il dovere di *“valutarlo”*; dall'altro lato, quelle in tema di *“piani strategici, industriali e finanziari della società”*, rispetto ai quali viene assegnato al *plenum* il compito di procedere al relativo *“esame”* (art. 2381, co. 3, c.c.). Il primo problema che si pone è quello di comprendere quale tra le disposizioni appena indicate venga in rilievo avendo riguardo alle scelte inerenti alla ristrutturazione aziendale, posto che entrambe le materie in questione presentano tratti di sicuro contatto con la fase di gestione della crisi che ci occupa. Solo una volta sciolto questo dubbio preliminare, si potrà verificare se la norma dettata dal diritto societario comune necessita degli adattamenti in relazione alla fase di gestione della crisi.

3.1. La ristrutturazione aziendale come scelta relativa agli “assetti organizzativi, amministrativi e contabili” o ai “piani strategici industriali e finanziari”?

Nell'intraprendere il percorso di analisi appena tracciato, pare opportuno iniziare dalle previsioni dettate dall'art. 2381, co. 3-5, c.c. in merito agli *“assetti organizzativi, amministrativi e contabili”*, che, lo si ripete, rimettono la *“cura”* degli assetti all'amministratore delegato, mentre lasciano al consiglio di amministrazione la *“valutazione”* di quanto realizzato dal primo. Si è, dunque, innanzi a un riparto di funzioni in forza del quale all'amministratore esecutivo viene riconosciuta una competenza decisionale piena rispetto alla concreta

conformazione da dare agli assetti¹⁸ (quale porzione di competenze che, ai sensi di legge, seguono il conferimento della delega gestoria¹⁹), ancorché sottoposta al tipico monitoraggio periodico dell'organo collegiale, con conseguente possibilità per lo stesso di attivare i propri poteri di direttiva e avocazione²⁰, là dove ritenga inopportune le scelte operate dall'amministratore esecutivo.

Ciò premesso, non pare potersi seriamente negare la sussistenza di una stretta connessione tra l'obbligo di adeguatezza degli assetti e l'obbligo di attivazione che ci occupa: connessione derivante non solo dal dato morfologico della loro collocazione nel medesimo art. 2086, co. 2, c.c., ma anche dalla notazione sostanziale secondo cui la rilevazione tempestiva della crisi è presupposto indefettibile per procedere alla successiva gestione della stessa²¹. Tuttavia, non pare che

¹⁸ V. tra i molti A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 84; ID., *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 249 ss.; 255; M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 225; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 255; sia altresì consentito il rinvio a C. PRESCIANI, voce «Assetti organizzativi d'impresa», in *Digesto/comm.*, Agg. IX, Torino, 2022, 13; analogamente anche M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, 665.

¹⁹ O. CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Società*, 2003, 802; M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 260; contra A. LOLLI-M.G. PAOLUCCI, *Gli assetti organizzativi adeguati e la responsabilità dell'organo amministrativo tra collegialità e organi delegati: la nuova impostazione del codice della crisi nella versione riformata del primo "correttivo"*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 356, per i quali il riparto citato presuppone l'esplicita menzione nella delega del compito di curare gli assetti, senza la quale rimarrebbe prerogativa del c.d.a.

²⁰ A. ZANARDO, *La ripartizione*, cit., 263 e nt. 41; P. ABBADESSA, *Profili tematici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino 2006, cit., 496 s. e nt. 17; I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 713; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in AA.VV., *Assetti*, cit., 69; A. LOLLI-M.G. PAOLUCCI, *op. cit.*, 372. V. però M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 261, secondo il quale il consiglio, pur potendo impartire direttive, non potrebbe invece avocare a sé la cura degli assetti.

²¹ Enfatizzano il legame tra tali due obblighi: O. CAGNASSO, *L'accesso*, cit., 3; ID., *Le modificazioni statutarie funzionali al buon esito della ristrutturazione*, in *Soc.*, 2023, 243; O. CAGNASSO-C.F. GIULIANI-G.M. MICELI, *L'accesso delle società al concordato preventivo*, in *Società*, 2023, 984.

da tale legame possa trarsi l'applicabilità all'obbligo di attivazione del riparto di poteri fissato per l'istituzione degli assetti²².

Va infatti osservato che, in punto di fattispecie, si tratta di due obblighi che hanno una natura e un contenuto profondamente diversi tra loro. Si consideri che gli "assetti organizzativi, amministrativi e contabili" si risolvono nelle concrete sembianze che, avendo riguardo a una specifica iniziativa imprenditoriale, assume il requisito astratto dell'"organizzazione" previsto per la fattispecie impresa ex art. 2082 c.c. In questo senso, le scelte inerenti agli "assetti" implicano la "costruzione" delle strutture aziendali e la fissazione delle regole interne (quali gli uffici, le funzioni, le procedure operative²³) che nel

²² In senso contrario, però, v. A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, 946, il quale riconduce la scelta dello strumento di regolazione della crisi agli assetti organizzativi. Si consideri, inoltre, che la connessione tra i due obblighi in questione ha indotto una parte della letteratura a estendere la competenza esclusiva degli amministratori, sancita espressamente per l'obbligo di istituzione degli assetti organizzativi funzionali alla tempestiva percezione della crisi, anche all'obbligo di attivazione per la risoluzione della crisi stessa, con conseguente sottrazione di ogni potere ai soci: così O. CAGNASSO, *L'accesso*, 3; ID., *Le modificazioni statutarie*, 243. Sebbene questa conclusione sia senz'altro condivisibile (come si è detto *supra* § 1), non sembra potersi dire lo stesso per il percorso argomentativo seguito. Posto che – come si dirà meglio subito nel testo – si tratta di due obblighi ontologicamente diversi, l'applicazione della disciplina prevista per l'istituzione degli assetti al dovere di attivazione non può giustificarsi soltanto sulla notazione della sussistenza di un rapporto di consequenzialità tra i due. Piuttosto, tale applicazione può avvenire soltanto a fronte di un'interpretazione analogica, che richiede l'individuazione di una *eadem ratio*. Ed è per questa via che si può affermare che non possono che essere gli amministratori a occuparsi della gestione della crisi: se, infatti, la previsione della competenza esclusiva degli amministratori sugli assetti si giustifica tenuto conto della necessità di evitare comportamenti opportunistici dei soci, i cui interessi, in caso di crisi, entrano in conflitto con quelli dei creditori (che diventano i reali *residual claimant*), *a fortiori*, si deve concludere che non possono essere i soci a occuparsi della scelta delle misure di ristrutturazione da mettere in campo per sanare il dissesto.

²³ Cfr. le *Norme di comportamento del collegio sindacale nelle società non quotate*, che definiscono l' "assetto organizzativo" come «(i) il sistema di funzionigramma e di organigramma e, in particolare, il complesso delle direttive e delle procedure stabilite per garantire che il potere decisionale sia assegnato ed effettivamente esercitato a un appropriato livello di competenza e responsabilità, (ii) il complesso procedurale di controllo» (norma 3.5.); e gli "assetti amministrativo-contabili" come «l'insieme delle direttive, delle procedure e delle prassi operative dirette a garantire la completezza, la correttezza e la tempestività di una informativa

loro complesso determinano come viene svolta in via “fisiologica”²⁴ la gestione corrente dell’impresa. E tra queste regole, l’art. 2086, co. 2, prima parte, c.c. (così come integrato dall’art. 3, co. 3-4, c.c.i.) impone di prevederne alcune funzionali a monitorare in via continuativa lo stato di salute dell’attività stessa, onde evitare che il sopravvenire di una crisi non diagnosticata pregiudichi definitivamente il risanamento, con conseguente blocco della gestione.

All’opposto, l’obbligo di attivarsi per gestire la crisi, lungi dal potersi inquadrare nel perimetro del “fisiologico” svolgimento della gestione *day by day*, si innesta piuttosto nella diversa fase “patologica” dell’impresa, imponendo – come si è detto - l’avvio di una gestione “transitoria” (e che, in questo senso, può dirsi straordinaria, poiché) focalizzata, non già sull’ordinario perseguimento degli obiettivi precedentemente fissati (e tesi alla massimizzazione del lucro), ma sul risanamento dell’attività, mediante la progettazione (ed esecuzione) di una serie di misure di ristrutturazione aziendale²⁵.

La differenza ontologica sussistente tra i due obblighi in parola non può che ripercuotersi negativamente sulla possibilità di estendere al dovere di attivazione l’articolazione delle competenze prevista per il

societaria attendibile, in accordo con i principi contabili adottati dall’impresa» (norma 3.7.), specificando, ulteriormente, che «gli assetti amministrativi sono riferibili a una dimensione dinamico-funzionale dell’organizzazione, intendendosi per tale l’insieme delle procedure e dei processi atti ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento delle attività aziendali e delle singole fasi» mentre «[g]li assetti contabili sono quella parte degli assetti amministrativi orientati a una corretta traduzione contabile dei fatti di gestione» (Commento alla norma 3.7).

²⁴ Per tale notazione v. P. BENAZZO, *Il codice della crisi di impresa e l’organizzazione dell’imprenditore ai fini dell’allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 277 nt. 4; A. MIRONE, *L’organizzazione dell’impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in *Orizzonti*, 2020, 29; V. CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell’impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 11; in giurisprudenza Trib. Cagliari, 19 gennaio 2022, in *Giur. comm.*, 2023, II, 318.

²⁵ Ciò non significa, all’evidenza, che tra queste misure non ci possa essere anche un ripensamento degli assetti organizzativi in essere. È possibile, infatti, che nell’ottica di superamento della crisi si ponga la necessità di operare significativi interventi sulla struttura aziendale, funzionali a ridurre costi e a razionalizzare lo svolgimento dell’attività. Si tratta, tuttavia, di decisioni che si inquadrano, non nell’ambito della gestione corrente, bensì all’interno di un programma “straordinario” teso al ritorno *in bonis*.

dovere di istituzione di assetti organizzativi. Si badi, infatti, che l'assegnazione all'amministratore delegato di un potere forte di "cura" (nel senso sopra indicato) degli assetti e il parallelo confinamento del ruolo del *plenum* a semplice monitoraggio *ex post* sulle scelte compiute dal primo assumono coerenza soltanto là dove si abbia riguardo a decisioni attinenti al piano della gestione corrente dell'impresa (di cui il delegato è il principale fautore e, come tale, pure dotato di maggiore dimestichezza con le dinamiche aziendali interne²⁶). Di contro, la possibilità di affidare in via solitaria al delegato (in prima e potenzialmente unica battuta) ogni decisione circa il percorso di risanamento da perseguire si scontra, non solo con il fatto che vi potrebbe essere l'esigenza di attivare misure che esulano dai suoi poteri, ma più in generale con l'obbligo del delegato di informare immediatamente il *plenum* di ogni segnale di dissesto captato tramite gli adeguati assetti, che, come si è già detto, sottende il necessario coinvolgimento *ex ante* di quest'ultimo.

Tale ultima notazione, consente dunque di spostare l'attenzione sulla seconda previsione fissata dall'art. 2381, co. 3, c.c., in tema di "piani strategici, industriali e finanziari", che, non solo stabilisce, in punto di disciplina, la preventiva sottoposizione degli stessi all'"esame" del consiglio, ma riguarda una fattispecie (i "piani") che senz'altro viene in rilievo anche nell'ambito della gestione della crisi. Rinviamo al paragrafo che segue il chiarimento dell'articolazione di funzioni imposta da tale norma, qui preme osservare che i "piani" a cui si riferisce l'art. 2381, co. 3, c.c., altro non sono che «*documenti programmatici di cui la società si dota per pianificare la propria attività, quindi sia budget annuali, sia i piani pluriennali individuali e di gruppo*» tramite i quali «*vengono definiti gli obiettivi strategici e le modalità e i percorsi per conseguirli*»²⁷. Si tratta, a ben vedere, di strumenti che mantengono la medesima natura a prescindere che vengano utilizzati per fissare le politiche lucrative da perseguire mentre l'attività è in *bonis*, oppure per programmare la strategia da

²⁶ In questo senso V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 262; M. STELLA RICHTER, *op. cit.*, 665; M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 259 s. e 265; ID., *Profili di corporate governance delle società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009; A. ZANARDO, *La ripartizione*, cit., 255; sia consentito anche il rinvio a C. PRESCIANI, *op. cit.*, 13.

²⁷ V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione*, cit., 257.

intraprendere per porre rimedio ad eventuali criticità rilevate²⁸.

Si consideri, inoltre, che la predisposizione di un vero e proprio “piano” per il risanamento è presupposto in varie norme del codice della crisi, tanto che è possibile affermare che in questi casi - a differenza che per le s.p.a. *in bonis*²⁹ - la pianificazione sia a tutti gli effetti obbligatoria³⁰. Ciò è senz’altro vero ogniqualvolta si intenda accedere a uno strumento di risoluzione della crisi e finanche alla composizione

²⁸ Per il parallelismo tra piani industriali e piani di risanamento v. A. SAVOIA, *Il bilancio di esercizio delle imprese in crisi nella continuità aziendale*, in *Strategie e strumenti di risanamento nel codice della crisi e dell’insolvenza e nel diritto emergenziale*, a cura di Rocca, Quaderno SAF n. 84, 141 «In un contesto di stato riconosciuto di crisi dell’impresa il piano industriale viene peraltro declinato nella accezione di piano di risanamento, ossia in quel particolare documento nel quale emerge la volontà del suo management di ripristinare le fisiologiche condizioni di attività aziendale al fine di scongiurare i rischi di una futura insolvenza».

²⁹ È noto, infatti, che secondo la dottrina maggioritaria, l’art. 2381, co. 3, c.c. non vincola le s.p.a. all’adozione di piani strategici industriali e finanziari, ma si limita a stabilire le modalità della loro adozione soltanto “quando elaborati”: P. ABBADESSA, *op. cit.*, 497 ss.; A. DE NICOLA, *Art. 2381 c.c.*, in *Amministratori*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2005, 120; *contra* G.D. MOSCO, *Art. 2381*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, 599 nt. 31, secondo il quale «il quando che apre la disposizione indica una circostanza di tempo, non una condizione che potrebbe non realizzarsi»; in senso dubitativo BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 206. Al più un dovere di pianificazione strategica può derivare dal generale dovere di diligenza imposto agli amministratori, che conduce a ritenere che nelle iniziative imprenditoriali di maggiori dimensioni, che si caratterizzano per una loro maggiore complessità, non sia senza possibilità di “navigare a vista”: P. ABBADESSA, *op. cit.*, 497 ss.; A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 87 s.; V. CALANDRA BUONAURA, *L’amministrazione*, cit., 258; A. DE NICOLA, *op. cit.*, 120; M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 264; v. anche la diversa impostazione di P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Liber Amicorum Campobasso*, 2, Torino, 2006, 843, secondo il quale il dovere di predisporre i piani sarebbe implicito nell’obbligo di riferire e valutare la prevedibile evoluzione della gestione e di darne conto nella relazione sulla gestione.

³⁰ In questo senso, sebbene sulla base di diverse argomentazioni, M. IRRERA-P. RIVA, *op. cit.*, 3 ss.; e in giurisprudenza v. Trib. Milano, 18 ottobre 2019, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, che ritiene integrare il requisito della grave irregolarità nella gestione ex art. 2409 c.c. la condotta dell’amministratore che, in presenza di uno stato di crisi conclamata, si limiti a ricercare nuovi finanziatori o soggetti interessati all’acquisto di asset aziendali, senza «alcun preciso piano industriale ovvero di ristrutturazione del debito».

negoziata, posto che in tali evenienze è sempre espressamente imposta la redazione e presentazione di un “piano”³¹, che indichi in via prospettica le varie misure da implementare e i risultati dalle stesse attesi. Lo stesso, però, sembra potersi predicare anche là dove si intenda risolvere la crisi senza utilizzare tali strumenti. Ciò si trae dalla previsione contenuta all’art. 3, co. 3, lett. c), c.c.i. che specifica che gli assetti organizzativi devono essere tarati in modo da consentire (tra il resto) di «*ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, al comma 2.*» (art. 3, co. 3, lett. c). E detta lista di controllo particolareggiata – messa, peraltro, a disposizione degli imprenditori mediante pubblicazione sui siti istituzionali del Ministero della Giustizia e del Ministero dello Sviluppo Economico – è uno strumento «*che contiene indicazioni operative per la redazione dei piani di risanamento*» (artt. 5-bis, co. 2 e 13, co. 2, c.c.i.), tratte dalla *best practice* di settore (Decreto dirigenziale 28 settembre 2021, così come aggiornato il 21 marzo 2023).

Quanto precede consente quindi di ritenere che in presenza di una crisi, gli amministratori di s.p.a. siano sempre tenuti a dotarsi di un piano di risanamento (redatto utilizzando i dati rimandati dagli assetti organizzativi che consentono di predisporlo secondo le *best practices* indicate nella *check list*) che contenga le misure di ristrutturazione aziendale necessarie ai fini della risoluzione della crisi. Ciò posto, si tratta a questo punto di chiarire come debba precedersi all’adozione di tale strumento ai sensi dell’art. 2381, co. 3, c.c.

3.2. Il riparto di competenze sui “piani” nella disciplina comune: il problema del potere di “esame” del consiglio.

Ferma, dunque, la sussumibilità della fattispecie che ci occupa alla parte dell’art. 2381, co. 3, c.c. che sancisce che il consiglio «*quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società*», è necessario dare conto di come nella letteratura non vi sia

³¹ Cfr. art. 17, co. 3, lett. b), c.c.i., per la composizione negoziata della crisi; art. 56, comma 2, lett. g), c.c.i. per il piano attestato; art. 57, co. 2, c.c.i. per gli accordi di ristrutturazione; art. 64-bis, co. 2, c.c.i., per il piano di ristrutturazione omologato; l’art. 87 c.c.i. per il concordato (anche con continuità aziendale).

unità di vedute in merito al contenuto di siffatto potere. Sul punto, invero, è frequente l'affermazione secondo cui l'utilizzo del verbo "esaminare" presuppone che il c.d.a. non si occupi in via diretta della predisposizione dei piani, ma esprima la propria posizione su documenti redatti da altri e, segnatamente, dall'amministratore delegato³². È a quest'ultimo, dunque, che la norma in questione ha implicitamente affidato il compito di materiale elaborazione dei piani, che si concilia con la maggiore conoscenza che lo stesso possiede del *business* condotto, che gli consente di formulare previsioni sul futuro più attendibili.

Il dissidio interpretativo verte invece sul ruolo del c.d.a., discutendosi tra quanti ritengono che l' "esame" vada inteso nel senso "debole" di mera presa d'atto dei piani del delegato, e quanti, all'opposto, ritengono che lo stesso vada declinato in modo "forte", come potere di vera e propria approvazione di siffatti documenti³³.

Invero, entrambe le posizioni appena riferite si espongono a critica. Chi confina il potere del *plenum* alla mera presa d'atto svaluta eccessivamente l'impatto che sulla pianificazione strategica possono avere gli insopprimibili poteri di direttiva e avocazione che spettano al consiglio e che, di fatto, gli consentono di indirizzare l'attività del

³² M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 261 s., secondo il quale il *plenum* non può elaborare da sé il piano, ma deve necessariamente attendere l'iniziativa del delegato; P.M. SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in *Manuale di diritto Commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2023, 514; A. DE NICOLA, *op. cit.*, 119; G. GIANNELLI, *op. cit.*, 82; M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 225; P. ABBADESSA, *op. cit.*, 496 ss. e nt. 17; A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 94 e nt. 118; G. FERRI JR., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 632; G.D. MOSCO, *Art. 2381*, cit., 599. Al più si discute se il collegio possa avocare a sé la materiale elaborazione del piano: in senso favorevole P. ABBADESSA, *op. cit.*, 496 ss.; A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 94 e nt. 118; *contra* M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 261 s.

³³ Sul tema cfr. variamente orientati P. ABBADESSA, *op. cit.*, 497 ss.; P. MONTALENTI, *op. cit.*, 851 ss.; G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 29 nt. 90; F. BARACHINI, *Art. 2381 c.c.*, cit., 1209; M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 263; G.D. MOSCO, *Art. 2381*, cit., 599 nt. 32; M. MARULLI, *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, I, 2005, 105; G. GIANNELLI, *op. cit.*, 82; A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 87 nt. 95. Merita un cenno anche la previsione contenuta Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, che, al fine di eliminare ogni dubbio, espressamente precisa che «*L'organo di amministrazione: a) esamina e approva il piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo [...]»* (racc. n. 1, lett. a).

delegato, senza doversi necessariamente limitare a “prendere atto” del suo operato. All’opposto, però, chi ritiene che l’“esame” del consiglio implichi sempre una “approvazione” del piano, non solo offre una interpretazione *contra litteram* (posto che il verbo “esaminare” non sembra potersi dilatare sino al punto di imporre al consiglio l’adozione di un atto formale con il quale si assume la paternità del documento³⁴), ma non pare tenere in debita considerazione che i poteri delegati ben possono comprendere pure l’adozione di decisioni altamente impattanti sul futuro del *business* e, come tali, “strategiche”³⁵.

Maggiormente in linea con tali considerazioni è l’interpretazione intermedia avanzata da una parte della dottrina, la quale ammette una divisione di funzioni più fluida, che consente al consiglio di decidere di volta in volta come graduare il proprio intervento³⁶. E, in effetti, tale impostazione sembra potersi condividere, ma con qualche precisazione.

In particolare, è forse possibile affermare che la disposizione in questione, in realtà, non fissa sulla materia dei piani prospettici uno specifico riparto tra delegati e deleganti, che implichi l’attribuzione agli stessi di poteri decisionali diversi da quelli che gli derivano dalla legge e dalla delega conferita. Piuttosto, tale norma sembra doversi leggere alla stregua di una mera regola procedimentale, che si limita a imporre lo sviluppo di una dialettica endo-consiliare in relazione ai “piani”³⁷. In altri termini, la previsione in discorso non altera l’articolazione interna

³⁴ Così P. ABBADESSA, *op. cit.*, 497, ove si evidenzia come l’esame del *plenum* verte in realtà su un atto che può dirsi già perfetto. Si consideri, peraltro, che dall’esame dei lavori preparatori emerge come il testo originario della disposizione affermava che il c.d.a. “esamina e approva” i piani, mentre nella versione dello stesso tale ultimo potere è stato espunto.

³⁵ Così A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 73, sebbene in toni critici; analogamente anche O. CAGNASSO, *Brevi note*, cit., 802, che nota che «*Il legislatore non ha per contro (come sembrava indicare la legge delega) delineato un nucleo di competenze di «alta gestione» inderogabilmente attribuite al consiglio*».

³⁶ V. P.M. SANFILIPPO, *op. cit.*, 514; A. DE NICOLA, *op. cit.*, 119.

³⁷ Uno spunto in C. ANGELICI, *op. cit.*, 379 e nt. 80, il quale, pur qualificando “approvazione” l’atto del consiglio, ritiene che «*la materia dei “piani strategici” faccia parte delle competenze non suscettibili di delega, ma sia soltanto suscettibile di un’articolazione di ruoli fra il momento della “elaborazione” e quello dell’“esame”*»: non tanto quindi in termini di competenza quanto di procedimento per la loro adozione»; P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in AA.VV., *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini e Di Noia, Milano, 2010, 116.

di competenze che il consiglio ha stabilito mediante il conferimento della delega (che, come si è detto, ben può contenere poteri decisionali anche in merito a operazioni “strategiche”), ma vuole che sui piani si instauri un confronto tra delegato (che li predispone) e deleganti (incaricati dell’esame). Dopodiché, la paternità del piano (e quindi il potere decisionale di adottarlo) dipenderà da ciò che quel documento prevede e dal contenuto della delega gestoria. Così, se il delegato ritiene opportuno programmare il compimento di operazioni che esulano dai suoi poteri, il suo atto si risolve in una mera proposta che dovrà essere sottoposta alla necessaria approvazione del c.d.a. al termine del consueto procedimento collegiale, in assenza del quale non può dirsi formata la volontà della società³⁸. All’opposto, qualora il piano elaborato dal delegato contenga atti che rientrano nei poteri allo stesso già affidati, allora non sarà necessaria alcuna approvazione formale per potervi dare attuazione, essendo sufficiente una mera presa d’atto³⁹, salvo, ovviamente la possibilità del *plenum* di esercitare i propri ordinari poteri di direttiva (vincolando il delegato ad apportare al piano gli specifici emendamenti indicati). Mette conto notare, peraltro, che la distinzione non sembra meramente nominalistica, poiché implica l’innescarsi di dinamiche diverse all’interno del consiglio di amministrazione che, specie in situazioni (non infrequenti) di contrasto tra amministratori, hanno conseguenze di non poco momento. E infatti, mentre nella prima ipotesi (di approvazione) sarà necessario che la maggioranza dell’organo condivida ogni aspetto del piano (per assumerne la paternità e vincolare il delegato alla relativa esecuzione), con conseguente blocco dell’intera nuova strategia ogniquale volta una tale maggioranza non si riesca a raggiungere, nella seconda ipotesi, il delegato potrà procedere all’attuazione di quanto programmato, salvo che la maggioranza del consiglio converga su specifiche direttive.

³⁸ Si pensi al caso in cui il delegato abbia raccolto l’interesse di altre società di procedere a una fusione.

³⁹ Si pensi, ad esempio, alla predisposizione di un *business plan* annuale che pianifichi un incremento, rispetto all’anno precedente, delle spese di gestione del personale derivanti dalla scelta di assumere nuova forza lavoro. Oppure si immagini il caso di un amministratore delegato dotato di pieni poteri che presenta un piano pluriennale in cui programma l’apertura di un nuovo punto vendita. Ebbene, in tali ipotesi, viene difficile comprendere la ragione per cui, in presenza di una delega che gli assegna il potere di effettuare tali operazioni, si ritenga che le stesse debbano essere previamente approvate dal c.d.a.

Si può dire, allora, che tale norma è volta soltanto a stabilire che l'amministratore esecutivo sia tenuto a illustrare al consiglio la pianificazione predisposta (base sulla quale si svolgerà, poi, il periodico monitoraggio degli amministratori non esecutivi, mediante il confronto tra quanto concretamente conseguito e quanto prospettato), mettendo il *plenum* nelle condizioni di esercitare i propri ordinari poteri⁴⁰.

3.3. Il riparto di competenze sui "piani" nella disciplina comune: il problema del potere di "esame" del consiglio.

Le conclusioni a cui si è giunti nel paragrafo che precede consentono, a questo punto, di prendere posizione sul problema che ci occupa e chiarire come si atteggiavano i poteri tra deleganti e delegato in relazione alla decisione sulle misure di ristrutturazione aziendale da includere nel piano di risanamento.

A questo riguardo, partendo dall'ipotesi più semplice, in cui non si ritenga di attivare uno degli strumenti di risoluzione della crisi messi a disposizione dal nuovo codice della crisi, troverà piena applicazione la disciplina societaria "classica". In questo senso, va anzitutto ribadito che è compito dell'amministratore delegato – dopo aver analizzato il segnale di crisi rimandato dagli assetti e averne informato il *plenum* – elaborare un possibile percorso di recupero della sostenibilità economico-finanziaria, anche utilizzando gli strumenti più recenti messi a disposizione del legislatore (e, segnatamente, la lista di controllo particolareggiata).

Dopodiché, la competenza decisionale sul piano di risanamento seguirà il riparto funzionale in essere e, pertanto, là dove si prevedano

⁴⁰ Pare possibile evidenziare una significativa differenza tra la competenza (implicita) dell'amministratore delegato in tema di piani e il potere allo stesso riconosciuto di "cura" degli assetti organizzativi da sottoporre alla "valutazione" dell'organo collegiale. Mentre, come si è visto, il concetto di "cura" si risolve in una vera e propria potestà decisionale, autonoma rispetto a ogni intervento del consiglio, che, dunque, si esprime su quanto già fatto dall'amministratore delegato (v. G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 29 nt. 90, ove la notazione che, in tale circostanza, al pari della valutazione sull'andamento della gestione, il consiglio ha un potere eminentemente di controllo «data la terzietà degli amministratori non esecutivi rispetto alla definizione degli assetti e delle scelte gestionali») lo stesso non è per i piani che, anche là dove includano operazioni che ricadono a pieno titolo nella delega gestoria, devono essere sottoposti *ex ante* al vaglio consiliare.

misure di ristrutturazione che esulano dai poteri delegati (o che, ancora più a monte, non sono delegabili: es. un aumento di capitale) sarà necessario che il piano venga approvato dal c.d.a. (con conseguente assunzione dell'impegno dello stesso a darvi attuazione diretta o, là dove possibile, mediante attribuzione di una delega esecutiva), mentre qualora si tratti di atti che rientrano nella delega gestoria già conferita (es. la rinegoziazione di alcune scadenze con i creditori) non sarà necessario un passaggio consiliare "forte", salvo la possibilità dell'organo collegiale di impartire specifiche direttive.

Più complesso, invece, è il discorso da svolgere nelle ipotesi in cui il delegato prospetti la necessità di accedere a uno strumento di risoluzione della crisi. Si pone, in queste evenienze, il dubbio se una simile scelta possa o meno essere oggetto di delega.

Sul punto, va anzitutto dato conto di come la dottrina antecedente al codice della crisi si era posta il problema in relazione all'accesso al concordato, giungendo in genere a ritenere che la scelta di ricorrere a tale istituto non fosse delegabile. Tale conclusione, invero, era pacifica sotto la vigenza dell'originaria formulazione dell'art. 152 l.f. (richiamato all'art. 161 l.f. per il concordato preventivo), che, come noto, assegnava la competenza in questione all'assemblea straordinaria, salvo la possibilità di prevedere una clausola statutaria che trasferisse la citata competenza all'organo gestorio. Ne conseguiva che, trattandosi di un potere che il consiglio otteneva, non direttamente dalla legge, bensì in forza di una delega statutaria, questa si riteneva non potesse essere oggetto di una delega di secondo grado in favore del delegato⁴¹. Si badi, però, che siffatto argomento è caduto a seguito della riforma del 2006, quando è stata inserita una previsione diametralmente opposta

⁴¹ Così espressamente M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 230 e nt. 41; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Padova 2003, 263, nt. 47; O. CAGNASSO, *Gli organi delegati nelle società per azioni. Profili funzionali*, Torino, 1976, 50; ID., *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, 295. In generale, sulla inammissibilità di deleghe di secondo grado v. A. DE NICOLA, *op. cit.*, 121; O. CAGNASSO, *L'accesso*, cit., 9; A. BORGIOI, *L'amministrazione delegata*, Milano, 1982, 169 s.; S. CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, 492; G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2000, 153 ss.; ID., *Art. 2381 c.c.*, cit., 596; v. anche F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 113; un cenno anche in V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 401.

a quella precedente, ai sensi della quale «[l]a proposta e le condizioni del concordato, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello statuto: [...] nelle società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata, nonché nelle società cooperative, sono deliberate dagli amministratori». Cionondimeno, parte della dottrina ha continuato a negare la delegabilità delle scelte *de quo* facendo leva sulla dizione letterale della norma che, riferendosi a una “delibera” degli amministratori, pareva evocare la necessaria attivazione dell’iter collegiale⁴².

Tuttavia, anche tale argomento – invero già piuttosto debole⁴³ - è venuto meno con l’entrata in vigore del codice della crisi, ove l’art. 120-bis stabilisce che «L'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è deciso, in via esclusiva, dagli amministratori unitamente al contenuto della proposta e alle condizioni del piano». Viene quindi utilizzato il termine del tutto neutro di “decisione”, eliminando così ogni appiglio letterale a favore della inderogabile competenza del *plenum*.

Sembra però comunque possibile giungere alla medesima soluzione in virtù di un altro percorso argomentativo, ovvero facendo leva sulla comune notazione secondo cui non possono mai essere assegnati al delegato poteri di natura organizzativa, che incidono sulle regole di funzionamento del consiglio di amministrazione⁴⁴. E ciò poiché non è

⁴² F. FERRARA JR.-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009, 590; A. DE NICOLA, *op. cit.*, 121. Va però precisato che l’opinione non era incontrastata, essendosi pure all’opposto segnalato che il nuovo dato letterale non fosse dirimente, specie considerando che il successivo comma terzo del medesimo art. 152 l.f. imponeva la verbalizzazione de «la decisione o la deliberazione». Tale endiadi aveva indotto parte della dottrina a evidenziare come la disposizione riformata non consentisse «di individuare con sicurezza un’ipotesi di collegialità necessaria» né «di contrastare soluzioni statutarie “estreme”, come la previsione del potere di decidere la proposta di concordato da parte dell’amministratore delegato o dotato di potere disgiuntivo» (: F. GUERRERA-M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di ‘riorganizzazione’*, in *Riv. soc.*, 2008, 32 s. nt. 45; favorevoli alla delegabilità anche F. GALGANO-R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, a cura di Galgano, Padova, 2006, 456 nt. 94).

⁴³ V. nota precedente.

⁴⁴ In questo senso: F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 113 ss.; ID., Art. 2381 c.c., cit., 1203, ove citazioni; O. CAGNASSO, *L’amministrazione collegiale e la delega*, cit., 297; analogamente anche A. BORGIOI, *op. cit.*, 297, secondo il quale in tali

concettualmente ammissibile consentire al delegato di assumere decisioni idonee a interferire con i poteri del proprio delegante.

Tale limite implicito all'istituto della delega gestoria conduce, anzitutto, a negare la delegabilità (oggi come in passato) della decisione circa l'accesso allo strumento del concordato preventivo, posto che l'effetto di spossessamento (ancorché attenuato) che questo determina si risolve in una significativa alterazione delle regole di funzionamento e organizzazione del consiglio di amministrazione, aggravando il consueto *iter* collegiale con la richiesta di ottenimento di preventive autorizzazioni giudiziali per il compimento di atti urgenti di straordinaria amministrazione (art. 46 c.c.i., già 161, co. 7, l.f.).

Oltre a quanto precede, però, nell'attuale scenario normativo la necessità di un passaggio consiliare “forte” sembrerebbe imposto, oltre che per il concordato preventivo, anche per gli altri strumenti di regolazione della crisi, il cui accesso risulti assoggettato alle previsioni stabilite all'art. 120-*bis* c.c.i. Non è questa la sede per sciogliere il dubbio interpretativo inerente a quali strumenti si applichi tale norma⁴⁵.

ipotesi «non si dovrebbe neppure parlare di indelegabilità, in quanto si tratta di fenomeni che si pongono sullo stesso piano della delega, poiché, al pari di questa hanno valore organizzativo»; S. CERRATO, *op. cit.*, 492; G. FERRI JR., *op. cit.*, 635; O. CAGNASSO, *Gli organi delegati*, cit., 58; G. CABRAS, *La forma d'impresa. Organizzazione della gestione nelle società di capitali*, 1995, 219. Tale conclusione, peraltro, non sembra porsi in contraddizione con l'altra – parimenti diffusa – relativa alla tassatività delle materie indelegabili indicate all'art. 2381 c.c. (A. DE NICOLA, *op. cit.*, 121), posto che l'interferenza sull'organizzazione societaria deve considerarsi estranea al perimetro della gestione dell'impresa (come dimostra, del resto, il fatto che le competenze espressamente qualificate come non delegabili dall'art. 2381 c.c. abbiano tutte un evidente impatto organizzativo: v. M. IRRERA, *Assetti adeguati*, cit., 229; A. ZANARDO, *Delega di funzioni*, cit., 74; F. BARACHINI, *Art. 2381 c.c.*, cit., 1203; già A. BORGIOI, *op. cit.*, 159).

⁴⁵ In dottrina è, infatti, discusso se tale disposizione si applichi a tutti gli strumenti di regolazione della crisi oppure soltanto ad alcuni di essi. Il dubbio sorge, oltre che per la curiosa collocazione sistematica dell'art. 120 *bis* (che apre la sezione VI-BIS dedicata a tutti gli «strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza della società», la quale è però a sua volta dislocata all'interno del Capo III specificamente intitolato al solo «concordato preventivo»), anche perché detta norma, per un verso, esordisce facendo riferimento a «l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza» (sembrando così rivolgersi a ciascuno di essi, senza distinzioni), ma, per altro verso, richiede la presenza di un procedimento di omologa (co. 4) che, come noto, riguarda soltanto alcuni degli strumenti in questione. Per tale ragione, ad oggi, si registra un dissidio interpretativo tra quanti la ritengono una norma ad

Qui basti evidenziare come questa non si limita – come si è già detto – ad assegnare in via esclusiva agli amministratori la decisione in merito all’accesso a uno degli strumenti in questione, ma determina una vera e propria alterazione delle regole di *corporate governance*, conducendo a un allentamento (quando non addirittura a una vera e propria sterilizzazione) del rapporto fiduciario intercorrente tra soci e amministratori. E se la delega gestoria non può avere ad oggetto l’organizzazione del c.d.a., *a fortiori* si deve ritenere che la stessa nemmeno possa includere poteri capaci di incidere sull’intera organizzazione societaria e sulle dinamiche intra-organiche.

Ciò posto, pare evidente che un tale effetto si realizza in quei casi in cui ci si voglia avvalere della facoltà riconosciuta dall’art. 120-*bis*, co. 2, c.c.i. di includere nel piano delle modifiche all’atto costitutivo, bypassando le competenze assembleari. In tali evenienze, infatti, la necessità di un passaggio consiliare forte risulta persino intuitiva⁴⁶,

applicazione generale (N. MICHIELI, *Il ruolo dell’assemblea dei soci nei processi ristrutturativi dell’impresa in crisi alla luce del d.lgs. n. 83/2022*, in *Riv. soc.*, 2022, 853; R. BROGI, *I soci e gli strumenti di regolazione della crisi*, in *Fall.*, 2022, 1291 e 1292, secondo il quale, per gli strumenti che non richiedono l’omologa non si applica il comma quarto che vi fa riferimento) e quanti circoscrivono il relativo ambito di applicazione ai soli strumenti il cui accesso implica l’esito positivo del procedimento di omologa (O. CAGNASSO-C.F. GIULIANI-G.M. MICELI, *op. cit.*, 985; O. CAGNASSO, *Le modificazioni statutarie*, 240; M. MALTONI, *Spunti di riflessione sulla disciplina delle modifiche statutarie in caso di accesso della società ad uno strumento di regolazione della crisi e dell’insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2022, 1303 ss.; in termini dubitativi A. ROSSI, *op. cit.*, 947). Alcuni autori, peraltro, comprimo ulteriormente il perimetro di applicazione della norma in relazione ai casi quei casi in cui venga presentato un piano che preveda delle modifiche statutarie, senza necessità di ottenere le delibere assembleari imposte dal diritto societario (v. *infra* nel testo). In tali ipotesi, infatti, il successivo art. 120-*ter* impone l’obbligatoria formazione di una classe per i soci (che vedono sterilizzati i propri poteri societari), sì che, secondo alcuni, sarebbe possibile procedere in tal senso soltanto nell’ambito di strumenti che prevedono un classamento (e, segnatamente, concordato preventivo e piano di ristrutturazione omologato): in questo senso R. BROGI, *op. cit.*, 1297; R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, in *Società*, 2023, 1142; v. anche O. CAGNASSO-C.F. GIULIANI-G.M. MICELI, *op. cit.*, 985, che sembrano ritenere che tutto l’art. 120-*bis* c.c.i. si rivolga ai soli strumenti per i quali è possibile procedere al classamento (a prescindere dalla previsione di modifiche statutarie); nello stesso senso O. CAGNASSO, *Le modificazioni statutarie*, cit., 240.

⁴⁶ L’art. 120-*bis*, infatti, dopo aver affermato al primo comma che gli amministratori hanno la competenza esclusiva alla predisposizione del piano (con ciò

tenuto conto (non solo del fatto la norma fa esplicito riferimento, tra il resto, ad aumenti di capitale, progetti di fusione e scissione che sono espressamente qualificati come indelegabili dall'art. 2381 c.c., ma pure) che si realizza una vera e propria "invasione di campo" negli ordinari poteri dei soci⁴⁷. Va però notato che una significativa variazione delle dinamiche *corporate governance* si realizza a prescindere dai contenuti del piano (e quindi pure là dove quest'ultimo non preveda modifiche statutarie), giacché il nuovo art. 120-bis, co. 4, c.c.i. connette alla mera decisione di accedere allo strumento di risoluzione della crisi la sterilizzazione del potere assembleare di revoca *ad nutum*, con la conseguenza di affievolire il vincolo fiduciario tra soci e amministratori⁴⁸. Non pare potersi negare, infatti, che anche un simile effetto abbia un impatto dirompente sugli equilibri di *governance* societaria: effetto che non sembra possa derivare da una scelta operata dal solo amministratore delegato⁴⁹.

escludendo dalla decisione in questione i soci), al secondo comma precisa che tale piano potrà includere «ogni modificazione dello statuto della società debitrice, ivi inclusi aumenti e riduzioni di capitale anche con limitazione o esclusione del diritto di opzione e altre modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci, nonché fusioni, scissioni e trasformazioni». Sugli innumerevoli problemi interpretativi posti dalla norma, si v. gli autori citati alla nota precedente e adde G.B. PORTALE, *Il codice italiano della crisi d'impresa e dell'insolvenza: tra fratture e modernizzazione del diritto*, in Riv. soc., 2022, 1149 ss.; L. PANZANI-E. LA MARCA, *Impresa vs. soci nella regolazione della crisi. Osservazioni preliminari su alcune principali novità introdotte con l'attuazione della Direttiva Insolvency*, in Nuovo dir. soc., 2022, 1469 ss.; SCOGNAMIGLIO-VIOLA, *I soci nella ristrutturazione dell'impresa. Prime riflessioni*, ivi, 1163 ss.

⁴⁷ Alla medesima conclusione, sebbene sulla base di una diversa argomentazione, giunge anche O. CAGNASSO, *L'accesso*, cit., 9 (ripreso in O. CAGNASSO-C.F. GIULIANI-G.M. MICELI, *op. cit.*, 985), secondo il quale tale previsione si risolverebbe in una delega *ex lege* dei poteri assembleari e, come tale, non sarebbe possibile una delega di secondo grado all'amministratore esecutivo.

⁴⁸ Su tale disposizione, si segnala la recentissima pronuncia del Trib. di L'Aquila, 18 aprile 2023, in Società, 2023, 1088, con nota di CODAZZI, *Accesso agli strumenti di regolazione della crisi e revoca degli amministratori di società in house: un'applicazione dell'art. 120-bis, comma 4, CCII*.

⁴⁹ In questo senso, non pare condivisibile la tesi sostenuta dal prof. Cagnasso (in diversi scritti: *L'accesso*, cit., 9; *Le modificazioni statutarie funzionali al buon esito della ristrutturazione*, cit., 242; e in O. CAGNASSO-C.F. GIULIANI-G.M. MICELI, *op. cit.*, 985) secondo cui sarebbe delegabile la scelta di accedere ad uno strumento di regolazione della crisi e di predisporre piani che non prevedano modifiche statutarie

CHIARA PRESCIANI

(restando di esclusiva competenza collegiale la sola adozione di piani che apportino variazioni allo statuto).

Una strana vicenda: la mancata ratifica del *Mes*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Origini e inquadramento logico sistematico del *Mes*... - 3. *Segue*: ...operatività e processo evolutivo. - 4. La riforma del Trattato istitutivo del *Mes* ... - 5. *Segue*: ... critiche alla sua portata disciplinare. - 6. Quali prospettive?

1. Premessa

Il voto contrario alla ratifica del *Mes*, espresso nei giorni scorsi dal Parlamento italiano, ha sorpreso in primo luogo la maggioranza della popolazione italiana la quale è stata messa di fronte ad una realtà che esprime i rigurgiti di un non sopito euroscetticismo¹. Di fondo emergono un sostanziale disaccordo all'interno della maggioranza - confermato dall'astensione di una sua componente -, nonché la decisione di un partito di opposizione, assunta contraddicendo una sua pregressa linea comportamentale che lo aveva visto tra i sostenitori della riforma del *Mes*².

A nulla è valso in senso contrario il monito del Commissario UE Gentiloni «il Parlamento è sovrano, ma i patti si rispettano»³; né ha costituito una remora all'adozione del provvedimento in parola l'ipotizzabile disagio del Ministro Giorgetti di fronte ad un voto che di certo non sarebbe stato compreso dai suoi colleghi europei.

Al riguardo, rileva l'affermazione dello stesso Ministro Giorgetti secondo cui «sarebbe stato suo interesse che il *Mes* fosse approvato per motivazioni di tipo economico e finanziario»⁴, implicitamente ammettendo che la bocciatura del *Meccanismo europeo di stabilità* era avvenuta essenzialmente per ragioni di natura politica, quasi a certificare una sostanziale delusione in ordine ai risultati dell'intesa

¹ Cfr. l'editoriale intitolato *Un Mes senza l'Italia*, in *La Repubblica* del 23 dicembre 2023, nel quale si fa riferimento ad un sondaggio che vede il 52% degli elettori favorevoli a tale riforma.

² Cfr. *infra* paragr. 4, in particolare nota 33.

³ Cfr. l'intervista a Gentiloni di FUBINI intitolata *I trattati si rispettano*, in *Corriere della sera* del 23 dicembre 2023.

⁴ Cfr. l'editoriale pubblicato su www.ansa.it intitolato *Giorgetti: 'era mio interesse approvare il Mes, ma non era l'aria'*.

raggiunta col nuovo «patto di stabilità»⁵. Significative, in tale contesto, sono talune indicazioni della stampa specializzata, secondo cui detto voto «mette in dubbio la credibilità dell'Italia»; affermazione che sembrerebbe determinata dalla «delusione» di un «esponente europeo» che si è interrogato «sulle conseguenze per la reputazione del Paese»⁶.

E' evidente come a fondamento dell'opzione politica in parola sia prevalsa la logica partitica volta ad acquisire il favore di una parte dell'elettorato che definisce le proprie scelte raccordandone i contenuti a orientamenti ideologici; elettorato che, tutt'oggi, non sembra disposto ad accettare l'affermazione di uno spirito di unitarietà all'interno dell'UE, in vista della costruzione di una «casa comune». Può dirsi, quindi, di essere in presenza di un 'ritorno di fiamma' per la visione di un'Europa a struttura *confederata*, circoscritta in un insieme di nazioni, ora non più in guerra tra loro come nel passato, ma di certo prive di quel 'collante' che si basa sulla coesione e su un'effettiva solidarietà, ineludibili presupposti di un'Unione realizzabile anche in sede *politica*.

Al fine di chiarire le ragioni che sono a fondamento di questa *strana* vicenda che sembra introduca elementi di discontinuità nelle relazioni del nostro Paese con gli altri Stati dell'UE necessita rivisitare le tappe del processo evolutivo dell'*European Stability Mechanism*. Come tenterò di evidenziare qui di seguito, sembra che non sussistono dubbi a ritenere che - al di là di ogni ipotizzabile polemica politica - l'ESM deve essere inquadrato tra gli strumenti istituiti dai vertici dell'Unione al fine di assicurare la «convergenza economica» che è al centro della visione federalista costituente, delineata da Ernesto Rossi ed Altiero Spinelli, nonché del criterio metodologico seguito da Jean Monnet per la realizzazione della Comunità europea, ispirato al funzionalismo di Mitrany⁷ ed al neo funzionalismo di Haas e Lindberg⁸.

⁵ E' il caso di far presente che tale voto è stato formulato all'indomani dell'approvazione delle regole concernenti il nuovo «patto di stabilità», che nella logica della politica, come si tenterà di evidenziare nel presente scritto, con tutta probabilità, condizionava la ratifica del *Mes*.

⁶ Cfr. l'editoriale intitolato *La Camera boccia il nuovo Mes. Dalla UE «rammarico» per il no*, in *IlSole24Ore* del 22 dicembre 2023.

⁷ Cfr. D. MITRANY, *A working peace system*, London, 1943.

⁸ Cfr. E.B. HAAS, *The Uniting of Europe – Political, Social and economic Forces, 1950-1957*, London, 1958; ID. *Beyond the Nation State*, London, 1964; L.N. LINDBERG, *The Political Dynamics of European Economic Integration*, London 1963.

L'identificazione della *ratio* a base del *Mes* e delle riforme che ne hanno caratterizzato l'*iter* evolutivo - oltre ad evidenziare le ragioni del raccordo della sua recente modifica ai mutamenti disciplinari che si sono verificati in ambito UE - consente, infatti, di valutare criticamente le argomentazioni che, secondo le indicazioni dei *mass media*, sono state addotte a supporto della tesi che legittimerebbe il rifiuto della ratifica. Mi riferisco, in particolare, all'assunto proveniente da Palazzo Chigi secondo cui la riforma è di «limitato interesse» per l'Italia che può vantare «un sistema bancario tra i più solidi in Europa»⁹; parole che non tengono in alcun conto «la gravità del commento arrivato dal presidente dell'Eurogruppo, Paschal Donohoe: *deplorable aver bocciato il Mes*»¹⁰.

2. Origini e inquadramento logico sistematico del MES...

Nella ricerca di soluzioni al problema riguardante la stabilità del mercato dei titoli di debito sovrano dell'Eurosistema hanno svolto un ruolo significativo gli interventi effettuati dal *Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria* (EFSM), istituito nel maggio del 2010 dal Consiglio Ecofin con un 'accordo quadro' in esecuzione del quale successivamente si diede luogo alla creazione del *Fondo europeo di stabilità finanziaria* (EFSF)¹¹. Tali meccanismi - entrambi con carattere temporaneo - avevano il compito di fornire sostegno ai paesi UME che versavano in «difficoltà eccezionali», offrendo prestiti, comprando debito sovrano e ricapitalizzando le banche. Si è, dunque, al di fuori dell'area di gestione delle situazioni economico finanziarie patologiche ordinarie, le quali a quel tempo erano regolate da disposizioni di carattere generale dell'ordinamento UE¹².

⁹ Cfr. l'editoriale intitolato *La Camera boccia il nuovo Mes. Dalla UE «rammarico» per il no*, cit.

¹⁰ Cfr. L'editoriale intitolato *Le battaglie di Borghi. L'ex broker che stregò Salvini: adesso si torna alla lira*, in *Corriere della sera* del 23 dicembre 2023, nel quale si fa anche riferimento «alla stupore e allo sdegno degli alleati francesi e tedeschi e all'irritazione di chi governa i mercati».

¹¹ Cfr. il regolamento Ue n. 407/2010.

¹² Tra queste rilevano in particolare, oltre all'art. 126 Tfeue, il Protocollo n. 12 sulla procedura dei disavanzi eccessivi allegato ai Trattati, il regolamento (Ce) n. 1466/97 del Consiglio del 7 luglio 1997, per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche,

E' evidente come la finalità, perseguita dagli organi di vertice dell'Unione attraverso l'operatività delle nominate istituzioni, sia stata quella di dar corso ad un'azione di carattere straordinario allo scopo di assicurare, in situazioni di bisogno, una adeguata assistenza finanziaria. In altri termini, si è voluto introdurre una forma d'intervento preordinata all'attivazione di misure di entità superiore a quelle fornite dagli organi governativi nazionali; ciò al fine di rendere possibile il miglioramento delle condizioni economiche reali (deteriorate dalla crisi) degli Stati che ne avessero fatto richiesta¹³. Di ciò è conferma l'apposito impegno assunto dalla Commissione europea per la gestione di detta attività; donde l'imposizione a carico del bilancio dell'Unione di un importo complessivo di 60 miliardi, restando ferma la possibilità di ricorrere ad eventuali finanziamenti di provenienza esterna all'Unione, quali - ad esempio - quelli erogabili dal FMI.

E' evidente come nel predisporre tale forma di intervento le autorità di vertice europee abbiano assunto un ruolo primario nell'azione di contenimento delle ripercussioni negative delle turbolenze finanziarie conseguenti alla crisi del 2008, le quali - oltre a causare un rallentamento della crescita e una significativa destabilizzazione del sistema economico - si erano gradualmente estese fino a compromettere la stabilità di taluni Stati europei (influenzando i *deficit* di bilancio ed i relativi livelli di indebitamento).

Ne consegue che l'attivazione del *Mes* fa seguito alla acquisita consapevolezza che le criticità causate dagli eventi patologici all'epoca presenti in alcuni Stati, diffondendosi nell'eurozona, avrebbero determinato situazioni di gravità molto rilevante, tali da non poter essere ricondotte a preesistenti fattispecie di disfunzione operativa e gestionale di portata strettamente nazionale. Sicchè, l'istituzione di tale

come modificato dal regolamento (Ue) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, e il regolamento (Ce) n. 1467/97 del Consiglio del 7 luglio 1997, per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi, modificato dal regolamento (Ue) n. 1177/2011 del Consiglio.

¹³ Cfr. S. DIECKMANN, *The Announcement Effect of the Efsf*, Afa 2013 *San Diego Meetings Paper*, visionabile su www.ssrn.com/abstract=2022750 o su www.dx.doi.org/10.2139/ssrn.2022750, nel quale l'A. sottolinea l'effetto positivo netto di tali interventi sulla situazione debitoria dei paesi aderenti all'UME, nonostante il differente impatto che i medesimi hanno avuto; cfr. M. MESSORI, *Can the Eurozone Countries Still Live Together Happily Ever after?*, *Ceps Policy Briefs*, visionabile su ssrn.com/abstract=1797585.

organismo appare strettamente correlata alla necessità di dover rinvenire, a fronte della nominata crisi finanziaria, rimedi di natura *diversa* da quella delle misure solitamente praticate per evitare che potessero essere minati alle basi gli equilibri economici ed istituzionali dei paesi dell'Unione.

Volendo risalire alle origini di tale istituzione deve aversi riguardo al divieto, disposto dagli articoli da 123 a 125 del Trattato di Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), per la BCE e le banche centrali di concedere "qualsiasi forma di facilitazione creditizia" agli Stati in difficoltà. Per superare tale divieto la straordinarietà della situazione indusse a promuovere la creazione di una organizzazione volta a fornire assistenza finanziaria agli Stati richiedenti qualora la loro instabilità avesse potuto riflettersi sull'intera area euro; si addivenne così alla istituzione dell'ESM consentita da una modifica all'articolo 136 del TFUE nel quale l'aggiunta di un apposito paragrafo prevede che «gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità»¹⁴.

L'Italia (rappresentata dall'allora Presidente del Consiglio, Silvio Berlusconi) svolse un ruolo determinante nella definizione delle *condizionalità* cui venne sottoposta la erogazione dei finanziamenti, procedendo di conseguenza ad approvare nelle sedute del marzo 2011 del Consiglio Europeo l'istituzione del *Mes*, provvedimento poi confermato a livello nazionale con l'approvazione di un apposito d.l. da parte del Consiglio dei Ministri del 3 agosto 2011, successivamente ratificato dal Parlamento nel 2012 con la legge 23 luglio 2012, n. 116, con cui è stata data esecuzione al Trattato istitutivo del *Mes* (riportato per intero nell'accluso allegato).

Detto meccanismo denota, peraltro, una limitata capacità d'intervento ove si faccia riferimento alle esigenze di fondi indotte dalla gravità della crisi; limite operativo, del resto, confermato vuoi dalla circoscritta area dei paesi beneficiari degli interventi (Irlanda,

¹⁴ Tale modifica approvata dal Consiglio europeo nelle tornate del 24-25 marzo 2011 è entrata in vigore il 1° marzo 2013 a seguito della ratifica degli (allora) 27 Stati membri dell'UE; v. Parl. it., Cam. dep. XVII legis. Trattato ESM, visionabile su https://www.camera.it/leg17/465?tema=trattato_esm.

Portogallo, Grecia, Cipro e Spagna)¹⁵, vuoi dalla esclusione (da questi ultimi) dei paesi le cui difficoltà «*cannot be considered as fully provoked by external events*»¹⁶.

E' bene, inoltre, sottolineare che all'epoca venne puntualizzato in letteratura che non si era in presenza di «uno strumento ... solidaristico», in quanto la sua *ratio* appariva riconducibile al «condivisibile presupposto dell'esistenza di un interesse proprio dell'UE a soccorrere i Membri in difficoltà finanziarie»¹⁷.

Siffatta precisazione aiuta a comprendere che nella fase iniziale di applicazione del Mes è particolarmente tenue lo spartiacque esistente tra le sue modalità d'intervento e quelle dell'EFSM. Per converso, come si avrà modo di evidenziare nelle pagine che seguono, il successivo ampliamento della capacità di prestito dell'Unione a sostegno dei paesi in difficoltà assume un ruolo che sembra andare oltre la finalità di preservare la stabilità finanziaria dell'UE, in quanto il processo evolutivo che caratterizza la funzione del Mes presenta un crescente radicamento in chiave solidaristica. Tale linea interpretativa, a mio avviso, trova il proprio epicentro nella riforma, varata a fine 2020 dall'Eurogruppo, che ha introdotto il cd. *backstop* del *Fondo unico di risoluzione* delle banche, per sovvenire ai bisogni degli enti creditizi in crisi¹⁸.

¹⁵ Cfr. relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, del 9 agosto 2011, 6 Com(2011)485 def., 8 e 9, nella quale sono, tra l'altro, specificate le somme erogate all'Irlanda ed al Portogallo.

¹⁶ Cfr. così G. BIANCO, *The new financial stability mechanisms and their (poor) consistency with eu law*, Eui Working Papers, Rscas 2012/44, 2, ove si riporta l'orientamento della Commissione secondo cui “the situation can only be corrected by decisive action of the Greek government [...otherwise] the reliability of Greek deficit and debt data will remain in question” (cfr. *Report by the Commission of 8 January 2010 on Greek government deficit and debt statistics* (Com (2010)1 final, 4).

¹⁷ Cfr. G.M. RUOTOLO, *La costituzione economica dell'Unione europea al tempo della crisi globale*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2012, 448 ss.

¹⁸ Cfr. *infra* par. n. 4. Si veda, altresì, BANCA D'ITALIA, *Il Meccanismo europeo di stabilità (MES - European Stability Mechanism, ESM) e la sua riforma: domande frequenti e risposte*, visionabile su: https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html?dotcache=refresh.

In tale documento viene puntualmente descritta la funzione fondamentale del Mes di «concedere, sotto precise condizioni, assistenza finanziaria ai paesi membri che - pur avendo un debito pubblico sostenibile - trovino temporanee difficoltà nel finanziarsi sul mercato»; si precisano, inoltre i contenuti della riforma menzionata nel

Pertanto, può dirsi che gli interventi dell'istituzione in esame assolvono ad una funzione assicurativa di ultima istanza assai utile, in quanto - a seguito della riforma - il sostegno fornito dal *Mes* ad un organismo di rilevanza centrale nella risoluzione delle crisi degli enti creditizi garantisce la stabilità dell'intero sistema finanziario europeo. Va da sé che tali interventi - caratterizzati da una vettorialità volta all'obiettivo di preservare nel *continuum* l'interesse alla conservazione dell'integrità dell'UE nel suo divenire storico e nella sua vigenza - si connotano per il carattere valoriale che ne qualifica l'essenza; quest'ultimo è sorretto dal dettato della normativa dell'ordinamento dell'Unione europea e trova, dunque, idonea declinazione nelle regole che danno concretezza disciplinare alle istanze di convergenza a fondamento del diritto comunitario.

3. Segue: *operatività e processo evolutivo*.

Il *Mes* presenta fin dalle origini un più ampio orizzonte operativo del meccanismo di sostegno finanziario che lo aveva preceduto. Esso si avvale, infatti, di una provvista fondi reperita attraverso l'emissione di obbligazioni e altri titoli di debito sui mercati dei capitali. Significativo, al riguardo, è il disposto dell'art. 3 del Trattato nel quale si prevede che l'istituzione in parola ha il potere di raccogliere fondi con l'emissione di strumenti finanziari, nonché di concludere intese o accordi finanziari o di altro tipo con i propri membri, istituzioni finanziarie o terzi; vale a dire con le modalità utilizzate per le *Medium-Term Financing*

testo, sottolineando che essa «inoltre, attribuirebbe al *Mes* una nuova funzione, quella di fornire una rete di sicurezza finanziaria (*backstop*) al Fondo di risoluzione unico (*Single Resolution Fund*, SRF) nell'ambito del sistema di gestione delle crisi bancarie».

*Facility*¹⁹, interagendo quindi direttamente col mercato primario e secondario dei titoli di debito sovrano²⁰.

Tale Meccanismo - finalizzato al reperimento delle disponibilità monetarie necessarie per l'attuazione dei compiti istituzionali del *Mes* - si caratterizza per il fatto che i titoli emessi non sono inquadrabili come 'debito comune' degli Stati membri²¹ in quanto assumono una configurazione simile a quella ascrivibile alla concessione di «prestiti bilaterali», effettuata dagli Stati nell'ambito di un piano concordato e soggetto a continua verifica degli adempimenti (o “*conditionality*”)²². Si è, quindi, in presenza di un apparato organizzativo idoneo a fornire l'assistenza finanziaria agli Stati che ne facciano richiesta per evitare che la stabilità dell'intera area euro possa essere messa a rischio.

Va fatto presente che nonostante le emissioni effettuate dal Fondo fossero sostenute da impegni di garanzia degli Stati membri²³, tale misura organizzativa, non è stata in grado di interagire in modalità significative sulla consistenza complessiva dei mezzi finanziari utilizzabili²⁴. Ciò nonostante, come si è anticipato, esso ha consentito

¹⁹ Si vedano le indicazioni formulate dalla COMMISSIONE EUROPEA nel documento *Balance of Payments*, visionabile su http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/balance_of_payments/index_en, ove si precisa: “the possibility of granting mutual assistance to a Member State with difficulties as regards its balance of payments is laid down in article 143 of the Treaty. The facility to provide *medium-term financial assistance* has been established by Council Regulation (Ec) No 332/2002”.

²⁰ Cfr. COUNCIL OF EUROPEAN Union, Brussels, 21.7.2011, *Statements by the Heads of State or Government of the Euro Area and Eu Institutions*, reperibile su *Government of the Euro Area and Eu Institutions*, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf.

²¹ Significativo, al riguardo, è il dibattito attualmente sollevato dalla dottrina in ordine alla possibilità di configurare quale 'debito comune' i titoli emessi per finanziare il *Nex Generation EU*; cfr. per tutti M. SEPE, *COVID: un significativo acronimo. Come ovviare virtuosamente all'innalzamento del debito?*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 18 ss.

²² Si veda al riguardo EUROSTAT, *The statistical recording of operations undertaken by the European Financial Stability Facility*, News release of 27 January 2011, reperibile su www.epp.eurostat.ec.europa.eu.

²³ Sul punto cfr. F. BASSAN – C.D. MOTTURA, *Le garanzie statali nel sistema europeo di assistenza finanziaria agli Stati*, in *Merc. conc. reg.*, 2013, 571 ss.

²⁴ Come è stato puntualizzato da M. MESSORI, *op.cit.*, 3, nota 3, «in principle, the Efsf can issue up to €440 billion of liabilities, covered by a guarantee of the same amount allocated pro rata among all the Emu countries. But since only some member

ad alcuni paesi di usufruire di finanziamenti *ad hoc*²⁵, la cui accettazione è avvenuta previa adesione (da parte dei medesimi) ad un programma di riequilibrio delle proprie condizioni finanziarie (*i.e.* la elaborazione di un piano di *aggiustamento macroeconomico*, in grado di ripristinare la fiducia del mercato nello *standing* creditizio e nella competitività di lungo termine dei paesi beneficiari dell'assistenza)²⁶.

Si è, dunque, in presenza di un programma che, nella sua prima fase di attuazione, si è esaurito nel circoscritto ambito di interventi che rispondevano all'obiettivo primario di salvaguardare gli Stati beneficiari da potenziali situazioni di dissesto, per cui la tutela dell'interesse generale dell'Unione alla stabilità costituiva solo un riflesso indiretto della loro efficacia. Ciò ha contribuito ad accendere un dibattito critico nei confronti del *Mes*, soprattutto nel riferimento alla sottoposizione dei paesi beneficiari all'intervento della *cd. troika* (*i.e.* i rappresentanti della BCE, della Commissione europea e del Fondo monetario internazionale) che esso ha comportato²⁷, la quale nel caso

countries have Aaa ratings and Greece and Ireland are excluded as direct or indirect beneficiaries of European financial support, reliable estimates put the Efsf's effective lending capacity at under €300 billion».

²⁵ Cfr. www.efsf.europa.eu/about/index.htm, ove si puntualizzano la direzione degli interventi e le modalità operative del Fondo («financial assistance to Ireland, Portugal and Greece. The assistance was financed by the Efsf through the issuance of bonds and other debt instruments on capital markets»).

²⁶ Significative al riguardo sono le precisazioni fornite dall'EUROPEAN STABILITY MECHANISM: «to fulfill its mission, Efsf issues bonds or other debt instruments on the capital markets. The proceeds of these issues are then lent to countries under a programme. The Efsf may also intervene in the primary and secondary bond markets, act on the basis of a precautionary programme and finance recapitalisations of financial institutions through loans to governments», visionabili su <http://www.bankpedia.org/index.php/en/98-english/e/23668-european-financial-stabilityfacility>.

²⁷ Con il termine *troika* ci si riferisce al Comitato di controllo informale costituito nelle modalità indicate nel testo. Essa è finalizzata alla supervisione della procedura di salvataggio adottata dall'Unione europea nei confronti degli Stati membri a rischio di *default* mediante l'imposizione di misure economiche di austerità, tali da consentire a questi ultimi di intraprendere un cammino di riequilibrio per la ricostituzione della relativa situazione economica e finanziaria. La valutazione degli effetti dell'operato di tale Comitato è tuttora al centro di un ampio dibattito istituzionale; per approfondimenti, si veda l'Indagine del Parlamento europeo «sul ruolo e le attività della *troika* (Bce, Commissione e Fmi) relativamente ai paesi dell'area dell'euro oggetto di programmi (2013/2277(Ini))», reperibile su www.europarl.europa.eu.

della Grecia ha imposto una ‘cura’ particolarmente drastica che ha avuto come conseguenza miseria e disoccupazione²⁸.

Non può trascurarsi di osservare, peraltro, che di fronte alla emergenza generata dal diffondersi del Covid-19 i ministri delle finanze dell’Eurozona hanno incluso tra le misure adottate per contrastare detta calamità anche l’intervento del *Mes*. Si addivene in detta sede all’esclusione delle spese sanitarie dirette e indirette legate al Covid-19 dai vincoli del *Mes*, nonché alla previsione della possibilità per i paesi dell’Eurozona di ottenere liquidità entro un massimo del 2% del Pil fino alla fine dell’emergenza²⁹. L’assunzione di tale orientamento decisionale da parte delle autorità di vertice dell’UE segna un “cambio di passo” nel processo evolutivo del *Mes*, coerente con il mutamento in atto delle relazioni tra i paesi membri.

La crisi pandemica ha evidenziato come la rigidità e il rigore dei parametri del Trattato di Maastricht, ribaditi dal cd. patto di stabilità, recando un forte vincolo allo sviluppo, sarebbero stati di ostacolo alla ripresa economica necessaria dopo la stasi operativa causata dal *lockdown*; i vertici dell’Unione, in linea con le indicazioni di noti economisti e premi Nobel³⁰, si sono resi conto che era divenuto indispensabile abbandonare (almeno in via temporanea) la via del rigore per promuovere, tra l’altro, l’obiettivo di un maggior livello occupazionale.

²⁸ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Grecia: una tragedia del nuovo millennio*, visionabile su www.apertacon-trada.it/2015/07/23/grecia-una-tragedia-del-nuovo-millennio-i, saggio nel quale si evidenzia la situazione di criticità conseguente alla ricerca da parte della Grecia di rimedi di vario genere che spaziavano da misure minimaliste (quali, ad esempio, la definizione di prestiti bilaterali), a interventi di ampio respiro riconducibili al PSI (*Private Sector Involvement*), alla fruizione degli interventi *non convenzionali* della BCE, alla gestione dell’emergenza attraverso il ricorso al *Fondo salva Stati* europeo, all’accettazione del cd. *Programma di protezione* (con ovvia sottoposizione alle prescrizioni della *troika*, costituita, come si è detto, dal FMI, dalla BCE e dalla Commissione UE).

²⁹ Cfr. l’editoriale intitolato *Cos’è il Mes e cosa può fare contro il Covid-19*, visionabile su www.orizzontipolitici.it/cose-il-mes-e-cosa-puo-fare-contro-il-covid-19.

³⁰ Ci si riferisce ai suggerimenti di Franco Modigliani, Paul Samuelson, Robert Solow e altri importanti studiosi, quali Olivier Blanchard, richiamati nel noto saggio di G. DI TARANTO, *Politicamente corretto ed economicamente falso*, in *Rivista della Corte dei conti*, 2021, numero speciale, 42 ss, che offre una preziosa critica costruttiva avverso l’adozione delle politiche del rigore nell’eurozona.

Da qui l'adozione di una serie di interventi che affondano le loro radici nella situazione di bisogno determinata dalla crisi pandemica: mi riferisco, nello specifico, alla sospensione del Patto di stabilità (e con essa a quella dei parametri deficit/Pil al 3% e debito/Pil al 60%), all'introduzione della possibilità di concedere 'aiuti di Stato' e, da ultimo, al superamento del "tabù dell'emissione degli eurobond" attuata col *Recovery Fund*³¹.

Si individuano i presupposti di una realtà che induce a ipotizzare che forse, all'epoca, sono stati ritenuti maturi i tempi per sostituire all'Europa delle *regole* quella della *solidarietà*, predisponendo i necessari presidi volti ad evitare che l'emergenza sociale si tramutasse in rabbia (alimentando una contestazione i cui esiti apparivano imprevedibili³²). Lo scenario che appare all'osservatore si dischiude alla speranza di un futuro diverso, nel quale le incognite e le incertezze che tuttora si riscontrano potranno essere attenuate ove l'intento di aprire al nuovo si traduca in una concreta volontà di introdurre adeguate modifiche ai Trattati europei, sì da sottrarre i cittadini dell'UE alle intemperie di una rinnovata *austerità*.

4. *La riforma del Trattato istitutivo del Mes ...*

Rilevante, nel delineato contesto della crisi economica successiva all'evento pandemico, è la riflessione che l'autorità governativa italiana conduce, a livello internazionale, in ordine alla possibilità di utilizzare strumenti che il regolatore europeo ha creato con la finalità di dare un supporto a paesi in difficoltà economiche.

Viene, infatti, dalla medesima prospettata la possibilità di richiedere all'Unione di fruire del *Mes* per l'attivazione di un adeguato sostegno ai sistemi economici all'epoca in crisi; richiesta motivata dal fatto che quest'ultimo, grazie alla sua notevole disponibilità finanziaria, era in grado di aiutare l'economia del continente a superare «uno choc globale

³¹ Così G. DI TARANTO, *Politicamente corretto ed economicamente falso*, cit., 44.

³² Cfr. l'editoriale intitolato *Coronavirus e rabbia sociale, gruppo su Fb: "Rompiamo tutti i supermercati"* visionabile su www.lasicilia.it/news/palermo/332926/coronavirus-e-rabbia-sociale-gruppo-su-fb-rompia-mo-tutti-i-supermercati.htm.

senza precedenti»³³. Si era in presenza di una proposta che voleva adattare il Fondo «alle nuove circostanze in modo da poter usare tutta la sua potenza di fuoco»³⁴; ciò in una logica che ne prospettava l'apertura a «tutti gli Stati membri, in modo da aiutarli a combattere le conseguenze dell'epidemia di Covid»³⁵.

Tale innovativa ipotesi di fruizione del *Mes* suscitò ampie perplessità, a livello interno, sulla base della considerazione che in passato l'Italia – anche nella fase più acuta della crisi finanziaria (*i.e.* gli anni 2011-2012) – non aveva mai aderito all'invito dei maggiori paesi creditori e di alcune istituzioni di richiedere l'assistenza di tale Fondo³⁶. E' evidente che si voleva in tal modo evitare l'automatico assoggettamento del nostro Paese al regime di sorveglianza rafforzata, che nella sostanza avrebbe comportato una sorta di “commissariamento” della politica economica italiana. A ben considerare, tuttavia, la proposta del *Premier* italiano sottolineava l'esigenza di ammodernamento del *Mes* che, come venne da lui precisato, era stato «stabilito avendo in mente un diverso tipo di crisi», ragion per cui si rendeva necessario adattarlo «alle nuove circostanze»,

³³ Cfr. l'editoriale intitolato *Coronavirus, Conte al Ft: "Attivare Mes contro shock globale senza precedenti"*, visionabile su https://www.adnkronos.com/fatti/politica/2020/03/20/coronavirus-conteattivare-mes-contro-shock-globale-senza-precedenti_jEL5m3NI2jVucXl9yB0WTM.html?refresh_ce, ove si riportano i contenuti della intervista rilasciata dal *Premier* Conte al *Financial Times* il 20 marzo 2020, dalla quale peraltro si evince con chiarezza che non era sua intenzione accedere al *Mes* alle condizioni che all'epoca ne regolavano il funzionamento,

³⁴ Cfr. l'editoriale intitolato *Ue al lavoro per far fronte alla crisi. Conte: usare il Mes per prestiti ai governi*, visionabile su www.ilsole24ore.com/art/conte-ue-usi-500-miliardi-mes-prestiti-tutti-governi-ADK99gE, ove sono riportate le parole pronunciate nella menzionata intervista del *Premier* Conte al *Financial Times* del 20 marzo 2020.

³⁵ Così le parole del *Premier* Conte nella intervista al *Financial Times* citata nella nota n. 33.

³⁶ Cfr. PERRONE - TROVATI, *Mes, Cinque Stelle contro Conte Il premier insiste: più strumenti*, in *IlSole24Ore* del 21 marzo 2020, ove si riportano le parole del capo politico del movimento 5S «A un Mes senza condizioni non credo». Di certo poteva suscitare preoccupazione il timore che i mercati rispondessero negativamente in presenza di un ricorso *tout court* al *Mes*, potendo tale forma di intervento essere interpretato come una dichiarazione di prefallimento, cosa da escludere nel caso in cui si fosse stato dato a seguito alla proposta formulata da Giuseppe Conte nell'intervista al *Financial Times*, in considerazione dei chiarimenti ivi rappresentati.

consentendo all'UE di dare «una risposta coraggiosa... e non soltanto di un'azione coordinata... (si da)... mostrare unità e solidarietà»³⁷.

L'orientamento contrario alla utilizzazione del *Mes*, con tutta probabilità, fu influenzato dalle tormentate vicende da cui era stata caratterizzata la vita della Grecia (in un crescendo dai toni drammatici), per quanto imputabili a palesi disfunzioni di quest'ultima³⁸; di certo le criticità che hanno investito tale Paese hanno anche influenzato in chiave negativa la disponibilità di alcuni Stati membri (tra cui l'Italia) ad accettare l'intervento del *Mes*, forse sopravvalutando i pericoli (talora ricondotti anche a rischi di natura reputazionale) che ne sarebbero potuti derivare.

Ciò ha portato, sul piano delle concretezze, ad una svalutazione della validità di tale strumento interventistico, trascurando i benefici rivenienti dalla sua azione ove fossero state disposte modifiche al suo regime operativo, si da introdurre opportuni criteri di *flessibilità* nell'azione da esso svolta. Ne consegue che il *Mes*, nel tempo, ha continuato ad essere considerato da molti un rimedio penalizzante, destinato a tradursi nell'imposizione di un regime di rigore, volto ad incrementare la «*politica di austerità*» di matrice europea. Ciò trascurando di tener conto che, comunque, si versa in presenza di interventi che sono praticati dal Fondo solo su *richiesta* dei paesi che intendano avvalersene; ragion per cui gli Stati membri - nonostante abbiano sottoscritto il capitale del *Mes* (nella doverosa logica di

³⁷ Si veda al riguardo, l'editoriale intitolato *Conte sul Financial Times: «L'Europa usi il Mes per l'emergenza coronavirus»*. Gentiloni: «Proposta condivisibile, risposta Ue ancora non adeguata» visionabile su <https://www.openonline.it/2020/03/20/giuseppe-conte-sul-financial-times-ue-usi-il-fondo-salva-stati-per-emergenza-coronavirus>.

³⁸ La complessa situazione di instabilità finanziaria in cui versava la Grecia dopo il primo decennio di questo secolo - attestata, tra l'altro, dall'inadempienza di tale Paese nei confronti del FMI, stante la mancata restituzione di 1,5 miliardi di euro alla scadenza del 30 giugno 2015) - è originata da una disinvoltata gestione delle politiche fiscali (disancorata dai vincoli imposti dal c.d. *patto di stabilità*), condotta con gravi occultamenti delle reali condizioni economico finanziarie; cfr. tra i tanti l'editoriale «*Incredibile: Prodi accusa la Grecia di avere truccato i conti per entrare nell'euro*», visionabile su www.italiaoggi.it/giornali/dettaglio_giornali.asp?preview=false&accessMode=FA&id=2000531&codiciTestate=1; in letteratura v. G. DI TARANTO, *Il salvataggio temporaneo di Atene? Vantaggioso solo per Berlino*, in *Milano finanza* del 16 marzo 2012.

unitarietà e spirito solidaristico che deve supportare i rapporti tra gli Stati UE)³⁹ - sono liberi di non utilizzare i relativi servizi finanziari.

Il clima di diffidenza in ordine alla efficacia (*rectius*: ai benefici) della funzione svolta dall'organismo in parola si è tradotto in una sorta di resistenza (attuata soprattutto dal nostro Paese) ad accettare la logica riformatrice della operatività del Fondo che ha trovato espressione nell'*Accordo*, recante modifiche al Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità, stipulato a Bruxelles il 27 gennaio e l'8 febbraio 2021⁴⁰.

La previsione di una riforma riguardante tale organismo risale alla fine del 2017 allorché la Commissione europea presentò alcune proposte di modifica del *Mes*, poi seguite nel 2018 dalla decisione del Consiglio europeo di assegnare al meccanismo in parola “nuove funzioni per il sostegno comune al Fondo di risoluzione unico per le banche”⁴¹; donde la predisposizione di una bozza di revisione del Trattato suddetto. Sarà necessario, tuttavia, che trascorra un altro anno prima che l'Eurogruppo raggiunga un consenso di massima sulla riforma, sospeso poi a causa della pandemia per giungere infine ad un accordo conclusivo nella riunione del 30 novembre 2020. Come ho dianzi precisato, agli inizi dell'anno 2021 i rappresentanti degli Stati membri hanno firmato l'*Accordo* che modifica il *Mes*, prevedendone il collegamento al *Fondo di risoluzione unico*; ad eccezione dell'Italia, tutti i Paesi che lo hanno sottoscritto hanno provveduto alla relativa ratifica, approvazione o accettazione. Significativa al riguardo è la dichiarazione, pronunciata nell'occasione dal presidente dell'Eurogruppo, Paschal Donohoe, nella quale si rimarcava che erano stati assegnati al *Mes* nuovi compiti e responsabilità correlati al

³⁹ Si fa presente che il *Mes* ha un capitale sottoscritto pari a 704,8 miliardi, di cui 80,5 sono stati versati; la sua capacità di prestito ammonta a 500 miliardi. L'Italia ha sottoscritto il capitale del *Mes* per 125,3 miliardi, versandone oltre 14.

⁴⁰ Il testo dell'*Accordo* è visionabile su *esm-treaty-amending-agreement-21_it*

⁴¹ In tale *Accordo* la Commissione europea e il *Mes* condividono obiettivi comuni e si impegnano a svolgere funzioni specifiche collegate alla gestione delle crisi per la zona euro in conformità del diritto dell'Unione europea e delle regole convenute nell'*Accordo*. In particolare dette istituzioni dovranno collaborare strettamente nelle misure di gestione delle crisi del *Mes*, nel quadro di una governance efficace, così da assicurare la stabilità finanziaria, combinando le rispettive competenze; cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Bruxelles, 6.12.2017 COM(2017) 827 final; ID., Bruxelles, 6.12.2017 COM(2017) 827 final ANNEX.

conferimento di un incisivo ruolo «nei programmi di assistenza finanziaria e nella prevenzione delle crisi»⁴².

Per vero, il *Mes* “riformato” a servizio del *Fondo di risoluzione* è preordinato - come è stato correttamente sottolineato in letteratura - a fornire una «garanzia ... alla risoluzione di crisi bancarie sistemiche, un rischio potenzialmente serio anche in Europa data la rapida crescita di tassi di interesse e le spinte recessive»⁴³. E' evidente come la sperimentazione di nuove tipologie di rischi in grado di minare la compattezza del sistema economico finanziario dell'UE ha fatto ritenere opportuno rinvenire nuovi mezzi di prevenzione orientati alla salvaguardia della stabilità dell'ordinamento bancario europeo, già sottoposto nel decennio precedente ad una innovativa regolazione con la realizzazione dell'UBE⁴⁴. Sicchè, deve ritenersi inequivoco l'intento del legislatore europeo di introdurre, attraverso la riforma del *Mes*, una indispensabile integrazione all'apparato salvifico delle crisi bancarie rappresentato dal *Meccanismo di risoluzione delle crisi*, introdotta dalla direttiva n. 2014/59/UE (cd. BRRD) e del regolamento n. UE/806/2014 (cd. SRM).

Al riguardo, va fatto presente che ampia parte della dottrina ha valutato positivamente il disegno disciplinare a fondamento dell'Unione bancaria europea⁴⁵; esso, infatti, appare correlato alla necessità di superare le asimmetrie che, di fronte all'erompere di possibili crisi, costituiscono un fattore disaggregante dell'equilibrio sistemico. Va ricordato, peraltro, che sono stati giudicati in modalità

⁴² Cfr. CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, Comunicato stampa del 27 gennaio 2021, visionabile su www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2021/01/27/statement-by-the-eurogroup-president-pa-schal-donohoe.

⁴³ Così M. BORDIGNON – F. SCINETTI – N. SCUTIFERO, *Il meccanismo europeo di stabilità*, visionabile su <https://osservatorio-cpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-il-meccanismo-europeo-di-stabilita>.

⁴⁴ Significative, in proposito, sono le parole pronunciate dal Governatore Visco (cfr. *Intervento* all'Assemblea ordinaria dell'ABI, Roma, 11 luglio, 2012) con riguardo alla prospettiva dei vertici UE di definire con l'UBE un 'disegno compiuto', nel quale a fianco alla «supervisione bancaria unitaria» si rinvergano «i necessari presupposti di condivisione fiscale, fondi e meccanismi europei per la garanzia dei depositanti e per la risoluzione delle crisi».

⁴⁵ Cfr., tra gli altri, E. WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, Financial Law Institute, Wp, ottobre 2012, 1; F. CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea*, Torino, 2013, capitoli IV e V; M. SARCINELLI, *L'unione bancaria europea*, in *Banca imp. soc.*, 2012, 333 e seguenti.

critiche i principi ordinatori della menzionata direttiva fondati sull'utilizzo della tecnica del cd. *haircut*⁴⁶, principi che in sede applicativa hanno dato luogo a molteplici problematiche⁴⁷. In particolare, oltre alla riconosciuta difficoltà di dare attuazione all'intento normativo di evitare l'impiego di danaro pubblico per l'interesse satisfattivo del ceto creditorio (cui si ricollega il ridottissimo numero di risoluzioni, con annessa pratica del *bail-in*, poste in essere nell'ultimo decennio), è stata rilevata l'intrinseca limitazione operativa del *Meccanismo* in parola riveniente dalla contenuta disponibilità di mezzi finanziari a disposizione del *Fondo di risoluzione*⁴⁸.

Per vero, come è stato sottolineato nella proposta riguardante il menzionato SRM⁴⁹ l'applicazione di un *corpus* unico di norme alla risoluzione delle crisi è «combinata all'accesso a un fondo unico europeo», il cui apporto deve ritenersi fondamentale ai fini del corretto ripristino di un ordinato funzionamento dei mercati bancari dell'Unione. Si spiega, quindi, lo stretto collegamento del *Single Resolution Mechanism* alle misure preordinate allo scopo di consentire che la relativa funzione possa essere esercitata proficuamente.

E' evidente, pertanto, la centralità che il *Fondo di risoluzione* presenta nel contesto complessivo del secondo pilastro dell'UBE. Infatti, esso - in conformità alle direttive impartite dal *Comitato di risoluzione unico*, organo decisionale della procedura che qui ci occupa - svolge un'attività finalizzata a consentire la risoluzione delle banche in dissesto, intervenendo quando sono state già sperimentate, senza

⁴⁶ In base al disposto dell'art. 13 del citato regolamento le prime perdite dell'ente in crisi sono sostenute dagli azionisti; i creditori intervengono, altresì, in ragione dell'ordine di priorità stabilito tra i diversi crediti, laddove nessuna classe creditoria è tenuta a sostenere perdite superiori a quelle potenzialmente derivanti dall'applicazione dell'ordinaria procedura di liquidazione bancaria.

⁴⁷ Cfr. *ex multis* D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017, 95 ss. e 166 ss; V. TROIANO, *La Bank Recovery and Resolution Directive e la problematica dei piani di risanamento*, relazione svolta nel convegno *Vigilanza europea e funzione dell'impresa bancaria tra autonomia, stabilità e utilità sociale*, Università di Bergamo, 26 maggio, 2017.

⁴⁸ Cfr. CONSIGLIO EUROPEO, *Meccanismo di risoluzione unico*, visionabile su <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/single-resolution-mechanism>, ove si precisa che «l'importo aggregato massimo concordato delle linee di credito degli Stati membri della zona euro è fissato a 55 miliardi di EUR».

⁴⁹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento* del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2013) 520 final, 6.

conseguire risultati utili, le altre opzioni previste dalla normativa per evitare il *default* degli enti creditizi che versano in situazione di patologia aziendale.

L'SRF trae origine dalla definizione di un trattato (*Intergovernmental Agreement*, cd. IGA) fra i paesi partecipanti; accordo che si caratterizza per la sua rilevanza tecnica connessa alla specificità della disciplina riguardante i cd. comparti nazionali, destinati ad essere unificati mediante graduale trasferimento in un 'Fondo centrale europeo'. Il Fondo viene alimentato con i contributi finanziari del settore bancario, avendo di mira il raggiungimento (nell'arco di 8 anni) di un ammontare complessivo di almeno l'1% dell'importo dei depositi protetti di tutti gli enti creditizi autorizzati in tutti gli Stati membri dell'UBE, vale a dire circa 55 miliardi di euro⁵⁰. Ne consegue che le menzionate modalità di finanziamento del Fondo escludono che l'aiuto offerto agli appartenenti al settore del credito avvenga utilizzando le disponibilità monetarie dei cittadini europei.

Ciò posto, e tralasciando di soffermarmi in questa sede sulle modalità operative di tale Fondo, mi sembra inequivoca la circostanza che la funzione assegnata al medesimo costituisca una condizione necessaria per garantire il rispetto di uno dei principi fondanti dell'UBE: porre a carico degli appartenenti al settore del credito il costo dei dissesti bancari, evitando che la loro soluzione dia luogo a forme di *socializzazione delle perdite*⁵¹.

Va da sé che, nel delineato contesto, la riforma del *Mes* in esame risponda all'esigenza di ottimizzare l'apparato tecnico strutturale dell'Unione e, più in particolare, di assicurare livelli di stabilità

⁵⁰ Cfr. *supra* nota 44. Vedi, altresì, COMMISSIONE EUROPEA, *Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission's proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive)*, Statement/14/119, 3, ove si sottolinea che «the Single Resolution Fund will be constituted from contributions from all banks in the participating Member States. It will be administrated by the Board. The Fund has a target level of P 55 billion and can borrow from the markets if decided by the Board. It will reach the target level over 8 years».

⁵¹ Ci si riferisce al meccanismo praticato dai vertici dell'ordinamento del credito così definito dalla dottrina in quanto poneva a carico della collettività gli interventi finanziari preordinati al salvataggio delle banche in crisi; cfr. F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 537 ss.

maggiori rispetto a quelli garantiti dalle procedure (applicabili nei casi di insolvenza) vigenti negli Stati membri. In altri termini, si è voluto rimediare, per tal via, agli ipotizzabili impedimenti che le insufficienti disponibilità monetarie del *Fondo di risoluzione* potrebbero causare al recupero di adeguati livelli di efficienza del mercato, compromessi dall'impatto negativo della situazione di dissesto in cui versa un appartenente al settore bancario; a ciò si aggiunga il beneficio riveniente dal fatto che essendo gli *asset* del *Fondo di risoluzione* costituiti da impegni delle banche partecipanti, il *Mes* potrà fruire di una pronta liquidità per attivare eventuali interventi.

Da qui la particolare valenza ascrivibile alla mancata ratifica dell'*Accordo* intergovernativo volto a modificare il trattato istitutivo del *Mes* in una logica che ne innova le finalità, ora riconducibili non più al salvataggio di uno o più Stati membri bensì a finanziare un organismo UE, sì da rendere possibile la realizzazione di un obiettivo primario, sotteso alla realizzazione dell'UBE (identificato nella prevenzione delle crisi bancarie e, più in generale, nella salvaguardia degli equilibri del mercato).

Sotto altro profilo, può dirsi che detta riforma consegue al mutato orientamento politico culturale che sembra affermarsi nell'Unione a seguito di alcuni eventi che hanno caratterizzato gli inizi del terzo decennio di questo secolo (crisi pandemica, lotta al cambiamento climatico ed alle turbative dell'ecosistema, guerra russo ucraina). Come ho avuto modo di sottolineare in altra sede, tali eventi hanno determinato un significativo affievolimento della intransigenza reattiva (ispirata alla conservazione di interessi individualistici e decisamente negatoria di uno spirito solidaristico) che a lungo ha imperversato nell'UE, impedendo che si sviluppassero le condizioni per la riferibilità ad un modello operativo orientato ad una 'flessibilità programmatica', volta a promuovere l'adozione di soluzioni mirate a perseguire forme di più concreta integrazione tra gli Stati membri⁵².

⁵² Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, *passim*, ove sono richiamati i numerosi interventi disposti in sede europea al fine di promuovere uno sviluppo sostenibile sotto il profilo socio economico ed ambientale, evidenziandosi la riferibilità dei provvedimenti assunti al 'piano d'azione' per il supporto della crescita dei paesi UE e all'adozione del *Green Deal* europeo, interventi che danno contenuto al quadro normativo 'sulla finanza sostenibile'.

Ciò induce a pensare che l'attuazione dell'*iter* di rinnovamento del *Mes* faccia parte del programma europeo volto a rinvenire soluzioni adeguate per la costruzione di una «casa comune»; donde la necessità di non opporre ad esso resistenze fondate su convinzioni di natura ideologica che allontanano la fruizione di un'opportunità che i vertici europei intendono offrire ai paesi dell'Unione per favorirne la crescita.

5. Segue: ... *critiche alla sua portata disciplinare.*

Un attento riferimento alle indicazioni della maggioranza politica del nostro Paese evidenzia - come si evince da un intervento, svolto nel giugno 2023 dal Presidente del Consiglio in sede parlamentare - uno scarso interesse per la approvazione della ratifica del *Mes*, reputando «non... utile all'Italia alimentare ...una polemica su tale strumento finanziario...(essendo prioritario l'obiettivo di)... affrontare il negoziato sulla nuova *governance* europea con un approccio *a pacchetto*, nel quale le regole del Patto di Stabilità, il completamento dell'unione bancaria e i meccanismi di salvaguardia finanziaria si discutano nel loro complesso»⁵³.

Consegue l'assunzione di una linea che potremmo definire *attendista* destinata a risolversi in un sostanziale rinvio del provvedimento in parola. Di ciò v'è conferma nelle parole dianzi menzionate della Premier Meloni, nelle quali si lega indissolubilmente (richiamando l'esigenza di '*un approccio a pacchetto* ') la accettazione del *Mes* agli esiti della riforma del «patto di stabilità e crescita»; linea poi ripresa nella conferenza stampa di fine anno 2023: «il *Mes* è uno strumento obsoleto... penso...(che)... nella reazione dei mercati alla mancata ratifica si legga una consapevolezza rispetto al fatto che è uno strumento obsoleto»⁵⁴.

In tale ordine d'idee si potrebbe ipotizzare la riferibilità ad uno stretto nesso tra la ratifica del *Mes* ed il completamento dell'UBE, ove venga raccordata la funzione dello strumento in parola alla realizzazione del cd. terzo pilastro (relativo alla istituzione di un fondo comune per la «tutela dei depositi»). Per converso, a ben considerare,

⁵³ Cfr. *Atti Parlamentari*, Cam. Dep. XIX legisl., discussioni, seduta di mercoledì 28 giugno 2023, resoc. stenograf.

⁵⁴ Cfr. <https://www.tgcom24.mediaset.it/2024/video/meloni-in-conferenza-stampa-difende-la-linea-sul-mes-su-pozzolo-irresponsab>.

sottesa a tale orientamento si individua una decisa contrarietà da parte della politica all'adozione della misura interventistica di cui trattasi ove non siano apportate alla stessa adeguate modifiche⁵⁵.

Consegue un inevitabile rallentamento del processo di attivazione del menzionato terzo pilastro dell'UBE, fino ad oggi inattuato a causa della mancanza di volontà da parte dei vertici dell'Unione di dar corso ad una *mutualizzazione* del rischio degli Stati membri⁵⁶. Ne deriva un mancato rafforzamento dell'Unione come «entità comunitaria», situazione ascrivibile alla contrarietà di alcuni paesi europei ad accettare una qualsivoglia forma di condivisione degli obblighi di natura finanziaria. Con riguardo specifico al nostro Paese, sulla determinazione della decisione parlamentare di rifiuto della ratifica in parola ha influito anche l'implicito riferimento agli insoddisfacenti esiti della riforma del Patto di Stabilità, di cui si è detto, la cui definizione è avvenuta, com'è noto, in data antecedente alla assunzione della nominata decisione; esiti ai quali evidentemente è stato subordinato il gradimento dei contenuti della riforma del *Mes*.

Sono, altresì, note le motivazioni formulate in sede politica per esprimere la contrarietà alla riforma del *Mes*, alle quali i *mass media* e la stampa specializzata hanno dato ampio rilievo. In esse vengono evidenziati i supposti limiti della riforma, come è dato evincere dalle opinioni (di cui si è detto in premessa) espresse da taluni parlamentari a sostegno della 'bocciatura' della ratifica⁵⁷; alle medesime, peraltro, fanno riscontro le tesi di tecnici accreditati in ambito finanziario i quali hanno contrapposto una visione fondata su considerazioni che

⁵⁵ Significative, in proposito, devono ritenersi le parole della Premier Meloni "Conte ha dato ok a riforma Fondo salva stati (*Mes*) senza coinvolgere il Parlamento, che entro Dicembre sarà chiamato a ratificare questa nuova *eurofolia*: una super Troika onnipotente. FDI farà barricate contro ennesimo tradimento verso il popolo", parole visionabili su https://twitter.com/GiorgiaMeloni/status/1196383713128407041?ref_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetem-bed7.

⁵⁶ Come è noto l'Unione Bancaria Europea non è mai stata completata, ma il motivo non è perché manchi un organismo tecnico. La ragione di tale evenienza risiede nella volontà di un gruppo di paesi i quali ritengono si debba provvedere a una riduzione del rischio prima di realizzare il cd. terzo pilastro; ciò ravvisando l'esigenza di una preventiva riduzione (da parte delle banche) della quantità rilevante di titoli sovrani dei paesi ad alto debito, detenuta nel loro portafoglio titoli. E' implicito in tale atteggiamento il riferimento all'Italia ed alle sue banche.

⁵⁷ Cfr. *supra* note nn. 8 e 9.

postulano la necessità di far riferimento alla *concretezza* dei fatti nel valutare la realtà di cui trattasi, anziché dar spazio ad orientamenti ideologici ⁵⁸.

Come si è dianzi evidenziato, si è in presenza di valutazioni nelle quali le ragioni politiche hanno prevalso su quelle di carattere economico giuridico, per cui sono state rappresentate da parte di alcuni politici motivazioni critiche che appaiono comprensibili soltanto in una logica che tiene conto dell'esigenza di dover tener ferma l'adesione a posizioni di principio consolidate nel tempo.

Nello specifico si individua un orientamento popolar-sovrano che, nel tacito riferimento alla tradizionale avversione di ampia parte della nostra politica al *Mes*, ha voluto sancire un chiaro rifiuto della possibilità di far ricorso a tale istituzione; ciò, ovviamente, in uno spirito incurante del fatto che gli interventi di quest'ultima possano essere richiesti da un altro Stato UE, che intenda beneficiare del supporto finanziario che essa è in grado di offrire. Da qui le sorprendenti affermazioni con cui è stata giustificata la linea decisionale adottata dal Parlamento italiano, delle quali si rinviene una chiara sintesi nelle parole pronunciate dal vice Premier Salvini il 23 dicembre 2023: "il Mes è uno strumento ... inutile, superato, non utilizzato, dannoso ... il Parlamento ha esercitato il suo diritto democratico di bocciare uno strumento inutile e dannoso"⁵⁹.

E' difficile commentare queste parole! Di certo esse contrastano con la storia di un Europa che, a fatica, tenta di darsi un regime disciplinare improntato alla solidarietà. Ed invero, non viene consentito alla finanza di svolgere un ruolo consono ad una comunità integrata, la quale percepisce oggi, più che nel passato, l'esigenza di coesione tra le popolazioni dell'Unione (le quali avvertono in modalità crescente il bisogno di un'interazione che renda possibile la coesistenza delle diversità nella molteplicità). Si è impedita la possibilità alle banche dell'EU di fruire del paracadute rappresentato dagli interventi del *Fondo di risoluzione unico* il quale al presente, come si è detto in precedenza, ha limitate disponibilità che circoscrivono in maniera significativa la sua capacità d'azione, per cui si è reso necessario

⁵⁸ Cfr. C. COTTARELLI, *Le tre partite perse*, in *La Repubblica* del 22 dicembre 2023.

⁵⁹ Cfr. https://www.ansa.it/lombardia/notizie/2023/12/23/salvini-sul-mes-nessun-caso-italia-in-europa_dba7e22b-3b9a-4242-a869-6fe05589d3ec.html.

l'intervento correttivo disposto dal legislatore europeo con la modifica del trattato istitutivo del *Mes*.

D'altronde, deve ritenersi priva di fondamento scientifico la considerazione che - muovendo dal presupposto: «l'economia italiana è solida... (e)... cresciamo di più dei francesi e dei tedeschi» - perviene alla conclusione secondo cui «un pensionato o un operaio italiano avrebbero dovuto pagare per salvare una banca tedesca»⁶⁰; affermazione che non tiene alcun conto della interdipendenza economico finanziaria esistente tra i paesi UE, per cui un'eventuale situazione di dissesto di una banca francese o tedesca si propagherebbe, senza indugi, alle istituzioni creditizie degli altri Stati membri⁶¹. Ciò a prescindere dalla corretta considerazione, di recente rappresentata, che nel «rapporto tra *Mes* e le banche la riforma introduce... una novità... (che dovrebbe tranquillizzare)... le banche italiane»; ciò in quanto «il Fondo di Risoluzione.. è finanziato con i contributi delle banche europee ed ha lo scopo di aiutare le banche in difficoltà usando i soldi delle altre banche e non quelli del contribuente europeo»⁶².

Sul punto va fatto presente che, dopo la crisi finanziaria del 2008, a seguito delle modifiche dell'apparato di vertice dell'Unione⁶³, quest'ultima dispone di un modello di *governance* economica particolarmente efficace, fondato su un coordinamento economico e di bilancio che consente una convergenza finalizzata all'obiettivo di

⁶⁰ Così M. SALVINI, nel video su <https://stream24.ilsole24ore.com /video/italia/salvini-mes-e-strumento-inutile-dannoso-e-superato/AFKoXDAC>

⁶¹ Significative, al riguardo, sono le considerazioni formulate nell'editoriale intitolato *Buoni motivi per ripensare alla scelta sul Mes, che rischia di nuocere solo a noi*, apparso su *IlSole24Ore* del 4 gennaio 2024.

In esso, infatti, si sottolinea che la critica secondo cui «il Mes non serve all'Italia, serve alla Germania in quanto le nostre banche sono solide... ipotizza che le banche tedesche siano sull'orlo del fallimento»; tesi da considerare infondata atteso che dimostra come «non si siano compresi gli insegnamenti della grande crisi finanziaria» perché essa sembra escludere che «una crisi eventuale delle banche tedesche non si ripercuoterebbe sul sistema finanziario italiano».

⁶² Cfr. l'articolo di T. BOERI-R. PEROTTI, *Legati al vecchio Mes*, in *la Repubblica* dell'11 gennaio 2024.

⁶³ Cfr. *ex multis* M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, 54 ss; V. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in *AA.Vv., Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Milano, 2023, 505 ss.

garantire un'analisi ed una valutazione congiunta di tutte le politiche, anche con riguardo ad «ambiti che in passato non erano sistematicamente sottoposti a sorveglianza economica, come gli squilibri macroeconomici e le questioni attinenti al settore finanziario»⁶⁴.

Peraltro, non si può omettere di considerare, in tale contesto, la piena contrarietà al *Mes* manifestata da alcuni studiosi, i quali in una 'lettera aperta' hanno ribadito che «la sola riforma sensata del *Mes* sarebbe la sua abolizione», per cui viene invitato il Parlamento italiano «a non cedere alle pressioni e a mantenersi su questa linea»⁶⁵. Tale assunto - formulato da studiosi che individuano la causa del mancato completamento dell'UBE nell'«atteggiamento sbagliato e pericoloso di alcuni paesi» - non giustifica il giudizio negativo espresso sul *Mes* e, in particolare, il dubbio sulla validità dell'affidamento del compito di *backstop* per l'Unione Bancaria «a un organismo al di fuori delle istituzioni comunitarie.... che per statuto è tenuto a perseguire il solo interesse dei creditori e dunque a non prendere in considerazione...gli interessi politici generali»⁶⁶.

Questo argomentare trascura che l'originario intento del regolatore europeo nel creare l'EFSF è stato quello di dar vita ad uno strumento alternativo alla operatività non convenzionale della BCE, donde l'assegnazione dell'attività di sostegno finanziario ad un soggetto, giuridicamente distinto da quest'ultima, di diritto lussemburghese⁶⁷. Inoltre, in tali affermazioni non si tiene conto che il supporto dato dal

⁶⁴ Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Governance economica*, visionabile su <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/87/governance-economica-finanziario>.

⁶⁵ Ci si riferisce all'editoriale intitolato *L'unica riforma necessaria per il Mes* firmato da numerosi accademici tra cui Nicola Acocella, Rorita Canale, Fiammetta Salmoni, Paolo Borioni, Roberto Ciccone Giovanni Dosi ed altri ancora, visionabile su <https://www.micromega.net /lunica-riforma-necessaria-per-il-mes>.

⁶⁶ Così il testo dell'editoriale citato nella nota precedente.

⁶⁷ Cfr. sul punto F. CAPRIGLIONE - A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Milano, 2015, 148, ove si sottolinea come in siffatta logica all'EFSF è stato riconosciuto lo *status* di una "Socyté anonyme" di diritto lussemburghese (operante sotto il diretto controllo dei ministri dell'Eurogruppo, i quali hanno potere di veto su tutte le scelte rilevanti), la quale - in ragione di tale sua qualificazione - si colloca al di fuori del bilancio della Banca centrale europea.

Mes al Fondo di risoluzione unico individua una modalità ottimale per consentire un rifinanziamento delle banche in crisi senza gravare sul debito pubblico degli Stati membri e rispettando, nel contempo, le regole sugli ‘aiuti di Stato’⁶⁸. A conferma di tale assunto si richiamano le considerazioni in precedenza formulate in ordine ai contenuti delle disposizioni da 123 a 125 del TFUE, ove si prevede il divieto di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie europee; provvedimenti cui si aggiunge la c.d. *no-bail out clause*, che impone all’UE e agli altri Stati membri di non farsi carico degli impegni assunti dagli enti del settore pubblico degli Stati membri⁶⁹.

6. Quali prospettive?

Volendo trarre qualche conclusione in ordine agli avvenimenti oggetto della presente disamina è evidente l’esigenza di superare il momento di *impasse* in cui versa il nostro Paese dopo la *bocciatura* della ratifica del *Mes*. E’ questa una linea comportamentale richiesta dall’esigenza di evitare discredito per l’Italia all’interno dell’UE, dimostrando agli altri suoi membri di non voler essere di ostacolo alla possibilità di consentire la fruizione degli interventi finanziari di tale Meccanismo qualora vi siano Stati disposti ad accettare le condizioni cui i medesimi vengono subordinati.

Valutazioni di vario genere inducono a ravvisare l’opportunità di un ‘cambio di rotta’: dal mantenimento dell’elevato livello reputazionale, conquistato in sede europea dal vertice della nostra autorità governativa, alle carenti motivazioni addotte da alcuni politici a giustificazione di un orientamento che contraddice vuoi il principio della ‘non interferenza’ sulle scelte dei componenti dell’Unione, vuoi le regole economiche che la quasi totalità di questi ultimi ha deciso di assumere per facilitare (*rectius*: rendere possibile) la risoluzione delle crisi bancarie. A tacer d’altro, l’opzione parlamentare in parola appare contraria al rispetto del quadro giuridico dell’Unione europea - e,

⁶⁸ Cfr. ampiamente sul punto L. SCIPIONE, *La riforma del MES ai tempi della pandemia da Covid-19. Le principali ricadute sul processo di ridefinizione della governance economica e monetaria europea*, in *InnovazioneDiritto*, 2021, 26 ss.

⁶⁹ Per un commento di tale complesso disciplinare cfr. R. CISOTTA, *Disciplina fiscale, stabilità finanziaria e solidarietà nell’Unione europea ai tempi della crisi: alcuni spunti ricostruttivi*, in *CommentidUE*, n. 1/2015, 58.

dunque, al processo di integrazione delle regole di sorveglianza fiscale e macroeconomica -, atteso che il rifiuto di fornire un dispositivo di sostegno comune al *Fondo di risoluzione unico* (SRF) si configura ostativo rispetto ai principi di solidarietà e coesione, posti a presidio dell'UE.

Su un piano generale, si delinea un clima di incertezze costituito dalla acquisita consapevolezza di incorrere nel rischio di veder depotenziata la posizione di prestigio che l'Italia sta faticosamente raggiungendo e l'esigenza di dover in qualche modo recuperare la perdita di credibilità riveniente dalla mancata ratifica delle modifiche introdotte al trattato istitutivo del *Mes*. Resta fermo, infatti, il primario obiettivo della politica di evitare un ipotizzabile collegamento della recente decisione parlamentare ad una presumibile reazione alle insoddisfacenti risultanze dei «giochi» di recente attuati da Germania, Francia e Spagna nella gestione dell'accordo sul nuovo 'patto di stabilità', giochi che rivelerebbero inevitabilmente un *isolamento* del nostro Paese, cui fa riferimento la stampa specializzata⁷⁰.

Peraltro, appare peregrina l'ipotesi, rappresentata da alcuni corrispondenti esteri secondo i quali - dopo il «no del Parlamento italiano» alla ratifica della riforma del *Meccanismo di stabilità* - non deve escludersi l'eventualità che alcuni Paesi dell'Eurozona (cui la recente posizione assunta dall'Italia preclude la fruizione dei benefici del *Mes*) stipulino un *nuovo accordo* finalizzato a creare un qualche strumento che possa sostituire il Meccanismo in parola⁷¹. E' ben vero che, ai sensi dell'art. 20 del TUE e delle disposizioni degli articoli da 326 a 334 del TFUE, potrebbe essere attivata una procedura che consente ad un minimo di nove Stati membri di porre in essere una «cooperazione rafforzata» in un ambito specifico all'interno dell'Unione europea⁷²; non sfugge, tuttavia, la problematicità connessa

⁷⁰ Cfr. l'editoriale di G. TROVATI intitolato *L'Italia boccia il nuovo MES dalla UE rammarico per il no*, in *IlSole24Ore* del 22 dicembre 2023.

⁷¹ Cfr. l'editoriale di C. TITO intitolato *Un salva Stati senza l'Italia. Il piano B delle Cancellerie europee dopo lo strappo di Meloni*, visionabile su https://www.repubblica.it/politica/2023/12/23/news/unioneuropea_italia_mes-421735190.

⁷² Cfr. UNIONE EUROPEA, *EUR Lex, Cooperazione rafforzata*, visionabile su <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/glossary/enhanced-cooperation.html>, ove si precisa che «tale procedura è concepita per il superamento dello stallo in caso una

ad un intervento siffatto che finirebbe, tra l'altro, col rendere (a causa di una inevitabile sua sovrapposizione al *Mes*) inutilizzabili, sul piano delle concretezze, gli stanziamenti a quest'ultimo già effettuati dagli Stati membri.

Tralascio, inoltre, ogni considerazione in ordine alle possibili implicazioni negative di un'eventualità siffatta sul tenore dei rapporti tra il nostro Paese - che, è bene ricordare, vanta la qualifica di fondatore della Comunità europea - e gli altri membri dell'UE; quel che mi sorprende è la volontaria rinuncia (cui la menzionata *bocciatura* ha dato luogo) alla fruizione del *salvagente* offerto alle banche italiane nell'eventualità che queste - come, purtroppo, è dato evincere da casi che si sono verificati in un recente passato⁷³ - incorrano in situazioni di crisi. Ciò trascurando di valutare gli aspetti positivi della riforma in parola che, sotto un profilo giuridico economico, per le considerazioni dianzi formulate deve ritenersi, come si è anticipato, coerente con gli obiettivi di *governance* economica prefigurati dal Parlamento europeo⁷⁴.

In particolare, desta meraviglia il fatto che i parlamentari italiani - forse mossi da una visione fortemente ideologica - non hanno tenuto conto che gli interventi riguardanti le erogazioni del *Mes* vengono presi di comune accordo dagli Stati membri, per cui sembra inverosimile l'ipotesi che un Paese possa decidere autonomamente di utilizzare i capitali messi a disposizione dal *Mes* per aiutare le proprie banche⁷⁵. Da qui gli inutili timori con riguardo alla possibilità che alcune operazioni possano avvenire a danno dell'Italia, anche perché ove si tratti di casi d'urgenza - nei quali la votazione avviene a maggioranza qualificata (85% delle quote) -, dovendo il voto essere ponderato in base al capitale sottoscritto da ogni Stato (*i.e.* per il nostro Paese il 17,8% del totale delle quote), è evidente come sussista la possibilità per l'Italia di opporsi con successo alle operazioni non condivise.

La *strana* vicenda sulla quale mi sono intrattenuto è indicativa di un inadeguato *agere* politico che ha condotto all'adozione di una linea

proposta particolare sia bloccata da uno o più Stati membri che non intendono partecipare».

⁷³ Vanno ricordati, infatti, i dissesti della Popolare di Bari, delle due popolari venete (Veneto banca e Popolare di Vicenza) e, da ultimo, Carige.

⁷⁴ Cfr. *supra* nota n. 55.

⁷⁵ Cfr. l'editoriale intitolato *Cos'è il Mes e cosa può fare contro il Covid-19*, cit.

decisionale considerata idonea ad evitare la sopraffazione degli interessi nazionali; obiettivo, questo, che riflette una logica improntata alla diffidenza nei confronti degli altri Stati membri dell'UE. A ben considerare, sembra sia prevalso un comportamento che, per alcuni versi, appare riconducibile alla posizione talora assunta anche nel passato da alcune parti politiche del nostro Paese nei confronti dell'Unione.

E' mia convinzione che il buon senso, la ponderatezza alla fine prevalgono se ci facciamo guidare dalla ragione! Nella giusta direzione sembrano orientare le indicazioni del Commissario UE per l'economia Gentiloni, il quale – valutando la specifica posizione italiana sul *Mes* dopo il rifiuto, espresso dal Parlamento, della ratifica dell'emendamento di riforma – ha rappresentato la speranza «che questo problema si possa risolvere in futuro... considerato il fatto che il governo italiano ha sottoscritto questo emendamento due o tre anni fa»⁷⁶.

Mi sembra, questa, una buona premessa per ravvisare possibile che - nonostante la «differenza del governo in carica» da quello che in passato condivise la riforma⁷⁷ - il nostro Paese tragga occasione dai recenti eventi per proporre 'miglioramenti' al testo di modifica del trattato istitutivo del *Mes* sottoposto all'esame del Parlamento, come del resto ha sottolineato il presidente del Consiglio nella conferenza di fine anno 2023. In linea con tale orientamento appaiono anche le recenti indicazioni del presidente dell'Eurogruppo, il quale - prendendo atto della incidenza negativa del voto del Parlamento italiano sugli «sforzi per costruire un'unione bancaria» - ha ribadito «l'impegno...di riflettere sulle conseguenze della decisione e tornare a questo argomento nelle prossime riunioni»⁷⁸; affermazione che apre alla

⁷⁶ Cfr. l'editoriale intitolato *Manovra, Gentiloni: "L'Italia non pienamente in linea con i requisiti UE"*, visionabile su www.tgcom24.mediaset.it/economia/manovra-Otalia-non-in-linea-requisiti-ue-gentiloni.

⁷⁷ Cfr. l'editoriale *Manovra, Gentiloni: "L'Italia non pienamente in linea con i requisiti UE"*, cit.

⁷⁸ Cfr. l'editoriale intitolato *Eurogruppo: "Il no di Roma al Mes blocca l'Unione bancaria"*, visionabile su www.tgcom24.mediaset.it.

prospettiva di ribaltare una situazione che può essere considerata carente sotto il profilo strategico!

L'evento qui esaminato offre, altresì, un utile spunto di riflessione al fine di valutare se siano ormai maturi i tempi per superare i limiti di una modalità relazionale tra i paesi europei protesa, in via prioritaria, alla affermazione dell'interesse nazionale (o, comunque, di finalità a quest'ultimo riconducibili). Si avverte l'esigenza di maggior interazione all'interno dell'Europa per affrontare le numerose sfide che si delineano all'orizzonte, andandosi ad aggiungere agli impegni dettati dalla ineludibile necessità di intensificare e migliorare gli strumenti di lotta ai cambiamenti climatici.

Il *World Economic Forum*, tenutosi a Davos nel gennaio 2024, ha segnalato una situazione geopolitica particolarmente complessa caratterizzata dalla presenza di due guerre, nonché dalla verosimile prospettiva di un arretramento della crescita economica⁷⁹, di cui costituisce un indubbio segnale il recente dato sulla recessione della Germania⁸⁰. A ciò si aggiunga il rischio di una interruzione delle tradizionali 'vie di trasporto per acqua' (a seguito dell'ampiamiento dell'area conflittuale mediorientale) alla quale è riconducibile, per un verso, una riduzione dei commerci dell'area mediterranea (legati alla fruibilità del canale di Suez) e, per altro, un ipotizzabile riavvio del processo inflazionistico che solo di recente era stato ridimensionato.

Si delinea uno scenario nel quale appaiono incrementate le incertezze alle quali si è fatto riferimento in questo scritto. L'Unione deve prendere atto che è indispensabile attivare un'economia più inclusiva, qualificata da una reale coesione e solidarietà che trovino compendio in una unione tra i popoli del vecchio continente, cui fino ad oggi, come ho anticipato, è stato di ostacolo il processo di continua mediazione degli interessi nazionali con quello dell'intera comunità. In tale ordine logico, su un piano più generale, può ipotizzarsi che è forse giunto il momento di abbandonare la linea operativa risalente al noto meccanismo *comitologico*, fondato su un riparto di poteri che vede

⁷⁹ Cfr. C. DE FELICE, *Ricostruire la fiducia', al via il forum di Davos*, visionabile su www.ansa.it/sito/notizie/economia/2024/01/15/davos-per-gli-economisti-domina-ancora-lincertezza_ad724eef-4464-4d55-82c1-f8b31ce99fa2.html.

⁸⁰ Cfr. l'editoriale intitolato *Borsa: Europa debole, Germania in recessione*, Milano -0,1%, visionabile su www.ansa.it/sito/notizie/economia/2024/01/15/borsa-europa-debole-germania-in-recessione-milano.

contrapposta alla funzione propositiva della Commissione UE e dispositiva del Consiglio quella (ispirata alle esigenze o presunte tali) delle amministrazioni nazionali⁸¹; donde le critiche di inadeguatezza a tale meccanismo in passato mosse dalla dottrina, che lo definì *retaggio* di un equilibrio «anacronisticamente sbilanciato in senso intergovernativo»⁸².

E' forse questa la modalità più congrua per assicurare i nostri *partners* europei che l'Italia non ha effettuato una scelta politica poco coerente con lo spirito di collaborazione che deve animare i comportamenti dei paesi UE, bensì nel convincimento che necessita ridefinire, perfezionandole, le modifiche del testo normativo di cui trattasi. A mio avviso è questa la via da seguire affinché i vertici politici del nostro Paese possano, a buon diritto, essere protagonisti in una Unione che sembra aprirsi ad un innovativo incontro fondato su solidarietà e condivisione, principi ordinatori che dovrebbero trovare adeguata espressione anche nella riforma del *Mes*.

⁸¹ Cfr. F. CAPRIGLIONE - A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 68, ove si ricorda che la 'comitologia' nasce agli inizi degli anni sessanta del novecento, in un momento storico caratterizzato dalla mancata distinzione in ambito europeo tra ruolo legislativo ed esecutivo, fenomeno che cresce negli anni successivi a fronte del conferimento di poteri sempre più ampi alla Commissione.

Sull'evoluzione della comitologia cfr. C.F. BERGSTROM, *Comitology - Delegation of Powers in the European Union and the Committee System*, Oxford, 2005; M.A. POLLACK, *The Engines of European Integration. Delegation, Agency, and Agenda Setting in the Eu*, Oxford, 2003, 114 ss.; M. SAVINO, *I comitati dell'Unione europea. La collegialità amministrativa negli ordinamenti compositi*, Milano, 2005, 105 ss.

⁸² Cfr. M. SAVINO, *La comitologia dopo Lisbona: alla ricerca dell'equilibrio perduto*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2011, 1041.

L'attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l'assenza di una regolazione cross-sectoral*.

SOMMARIO: 1. Digitalizzazione e disintermediazione – 2. Obblighi di fornitura dell'Euro digitale e SIEG – 3. L'incerto ambito applicativo del MiCAR – 4. Un'interpretazione estensiva della nozione di cripto attività. – 5. La mancanza di una regolazione cross-sectoral.

1. Digitalizzazione e disintermediazione

Il MiCAR¹, il *DLT Pilot Regime*² e il progetto di emissione della *central bank digital currency* (CBDC), oggetto di una recente Proposta

* Il presente contributo riprende con minime modifiche gli argomenti sviluppati nel *paper* “L'ampliamento dell'attività di banche e intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: questioni aperte e possibili soluzioni”, che è stato presentato al convegno annuale dell'AEDBF (Associazione Europea per il Diritto Bancario e Finanziario) tenutosi il 7 novembre 2023 presso la sede di Milano di Banca d'Italia.

¹ REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937. Per un commento alla Proposta di regolamento v. F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?*, in questa Rivista, 413 ss.; v. anche F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, Ottobre 2020, 1 ss., in www.diritto bancario.it.

² REGOLAMENTO (UE) 2022/858 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE. Per un commento alle disposizioni italiane di attuazione v. U. MALVAGNA, *Digital Securities: Prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 20 marzo 2023, in www.diritto bancario.it; v. anche F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT*, cit., 443 ss.; P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in questa Rivista, 2022, 73 ss.

di regolamento europeo³ (d'ora in poi Proposta di regolamento), si inseriscono nell'attuale progetto di digitalizzazione del sistema finanziario europeo, accelerato dalla diffusione degli *stablecoins* e di interventi normativi nazionali forieri di arbitraggi regolamentari⁴, nonché dalla pandemia che ha ridotto l'utilizzo dei pagamenti *cash*⁵.

La digitalizzazione del sistema finanziario tramite le *distributed ledger technologies* (DLTs,) è in grado di ridurre i tempi, i costi dei processi e i rischi operativi e di produrre una maggiore automatizzazione e trasparenza dei servizi di investimento⁶. L'utilizzo della DLT per l'emissione e la circolazione dell'Euro digitale, invece, permetterebbe un accesso universale ai servizi di pagamento, diminuendo anche i costi dei pagamenti *cross-border* e facilitando l'identificazione degli utenti privi di un profilo finanziario, grazie alla memorizzazione e alla condivisione dei dati delle operazioni effettuate sulla *blockchain*⁷.

La digitalizzazione della moneta pubblica e la diffusione di cripto-attività potrebbero però avere un impatto sul sistema bancario e sulla

³ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo all'istituzione dell'euro digitale, Bruxelles, 28.6.2023, COM (2023) 369 final, il cui testo è consultabile al seguente link: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11605-2023-INIT/IT/pdf>. V. anche EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, 2020, 1 ss.

⁴ F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT*, cit., 414.

⁵ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, Eurosystem, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, December 2020, 21 ss.

⁶ P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, cit., 75.

⁷ D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, M. L. PASSADOR, A. WEHRLI, *DLT-Based Enhancement of Cross-Border Payment Efficiency – a Legal and Regulatory Perspective* – (January 12, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3984523> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3984523>, 11 ss. e 27 ss. Il coinvolgimento delle Banche Centrali per democratizzare l'accesso ai servizi deposito e di gestione di conti correnti è sostenuto da una parte della dottrina americana: v. S. T. OMAROVA, *The People's Ledger: How To Democratize Money and Finance the Economy*, in *Vanderbilt Law Review*, 2021, 1231 ss.; J. CRAWFORD, L. MENAND, M. RICKS, *FedAccounts: Digital Dollars*, in *Washington L. Rev.*, 2021, 113 ss. Tale coinvolgimento era già stato proposto da J. TOBIN, *The case for preserving regulatory distinctions*, Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1987, 167 ss.

stabilità finanziaria⁸. Ed infatti, una massiccia migrazione di depositi dal sistema bancario all'Euro Sistema, in conseguenza dell'emissione della CBDC, comporterebbe una contrazione dei flussi di credito all'economia a causa della riduzione della raccolta del risparmio bancario, dell'aumento dei costi di approvvigionamento della liquidità e del conseguente aumento dei tassi di interesse dei mutui⁹. Le stesse *esternalità* negative si produrrebbero in caso di diffuso utilizzo di forme di moneta privata quali mezzi di pagamento e riserva di valore, come i *global stablecoins*, che potrebbero persino minare il corretto meccanismo di trasmissione della politica monetaria¹⁰.

Per prevenire tali esternalità erano astrattamente possibili due approcci regolatori diametralmente opposti. In base a un primo approccio, radicale, favorevole alla disintermediazione, i maggiori costi della raccolta del risparmio avrebbero potuto essere compensati da una "agenda deregolatoria" che avrebbe diminuito i costi di *compliance* alleggerendo i requisiti prudenziali, abolendo l'assicurazione dei depositi e, infine, introducendo una normativa sulle crisi bancarie meno stringente¹¹. Secondo altri, la diminuzione dei fondi necessari alla

⁸ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a digital euro*, cit., 16 ss.; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *A digital euro: a contribution to the discussion on technical design choices*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 10, 2021, 12-13; P. MOTTURA, *L'Euro digitale: sfida alla banca?*, in *Bancaria*, 2021, 2 ss.; v. R. DE BONIS, G. FERRERO, *Technological progress and institutional adaptations: the case of the central bank digital currency (CBDC)*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 690, April 2022, 16-17.

⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a digital euro*, 16 ss.; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 12-13; P. MOTTURA, *op. cit.*, 2 ss.; v. R. DE BONIS, G. FERRERO, *op. cit.*, 16-17. Tali possibili conseguenze sui flussi di credito all'economia sono contestate da M. K. BRUNNERMEIER, D. NIEPELT, *On the equivalence of private and public money*, in *Journal of Monetary Economics* 106(2019), 27 ss.

¹⁰ ECB CRYPTO-ASSETS TASK FORCE, *Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area*, Occasional Paper Serie, n. 247/September 2020, 19 ss.

¹¹ I. H. Y. CHIU, C. HOFMANN, *Unlimited Central Bank Digital Currency: The Case for a Public Good in the Euro Area and its Regulatory (and Deregulatory) Implications for Modern Finance* (February 27, 2023), *North Carolina Journal of International Law*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4371897>, 43 ss.

raccolta del risparmio avrebbe potuto essere contrastata dal maggiore ricorso delle banche ai prestiti della banca centrale, la quale avrebbe potuto condizionare l'accesso alla liquidità alla canalizzazione dei flussi di credito a determinati settori dell'economia o a persone fisiche o giuridiche escluse dal sistema finanziario¹². Si tratta di tesi non condivisibili: la prima perché aumenterebbe l'instabilità bancaria, incentivando corse agli sportelli¹³, la seconda perché pone evidenti problemi di compatibilità con l'art. 127 TFUE, che attribuisce alla BCE la definizione e l'attuazione della politica monetaria dell'Unione ma non la politica economica¹⁴.

In modo condivisibile, il MiCAR e la Proposta di regolamento mantengono invece un ruolo prevalente degli intermediari nella produzione e nella distribuzione della moneta, attraendo nell'ambito dell'attività di questi ultimi la prestazione dei servizi relativi alla CBDC e alle cripto-attività. Nell'attuazione di tale scelta di *policy*, però, la Proposta di regolamento e il MiCAR sembrano creare i presupposti per arbitraggi regolamentari e aumenti dei costi operativi degli intermediari.

¹² S. OMAROVA, *op. cit.*, 1231 ss.; v. anche I. H. Y. CHIU, C. HOFMANN, *op. cit.*, 40.

¹³ V. R. DE BONIS, G. FERRERO, *op. cit.*, 14, per i quali proprio l'assicurazione dei depositi e le regole sulla risoluzione delle crisi bancarie limiterebbero la fuga dei depositanti delle banche verso i depositi in Euro digitale.

¹⁴ S. D'ACUNTO, *Art. 127*, in *Trattati dell'Unione Europea*, ed. II, a cura di A. Tizzano, Milano, 2014, 1340 ss., spec. 1343; in tal senso v. F. MATTASOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022, 129 e 144 ss.; v. H. NABILOU, A. PRÜM, *Central Banks and Regulation of Cryptocurrencies*, in *Review of Banking & Financial Law*, vol. 39, n. 2, 2020, 1094-1095, nel senso che una centralizzazione dell'offerta di credito sarebbe in contrasto col principio di un'economia di mercato aperta. Tali dubbi non sono fugati nemmeno dall'interpretazione estensiva della nozione di politica monetaria adottata dalla Corte di Giustizia (v. C. GIUST. UE, 11 dicembre 2018, C-493/17, Weiss e a., in curia.europa.eu; C. GIUST. UE, 16 giugno 2015, C-62/14, Gauweiler e a. contro Deutscher Bundestag, in curia.europa.eu), su cui v. S. LOMBARDO, *Riflessioni sull'indipendenza della Banca Centrale Europea alla luce dei contrasti Corte di Giustizia/BVerfG fra variabile dipendente e indipendente*, in questa Rivista, 2021, 345 ss.

2. Obblighi di fornitura dell'Euro digitale e SIEG

In primo luogo, l'attuale orientamento della Commissione, in linea con la BCE, pare quello di configurare un Euro digitale ad accesso intermediato. Ed infatti gli art. 13 ss. della Proposta di regolamento prevedono che siano i prestatori di servizi pagamento (PSP's), di cui all'art. 4, punto 11, dir. 2015/2366, a fornire i servizi di pagamento in Euro digitale.

In secondo luogo, la Proposta di regolamento delinea una CBDC che, non svolgendo pienamente né la funzione di mezzo di scambio né di riserva di valore, non sostituirà integralmente né il contante né soprattutto la moneta bancaria. Da un lato, infatti, l'art. 9 della Proposta di regolamento prevede delle eccezioni all'obbligo di accettazione dell'Euro digitale basate su circostanze meramente individuali e soggettive relative al beneficiario del pagamento¹⁵.

Sebbene si tratti di eccezioni astrattamente compatibili con la nozione di corso legale¹⁶, la soluzione proposta rappresenta una via di

¹⁵ Art. 9 (Deroghe all'obbligo di accettazione dell'euro digitale): «In deroga all'articolo 7, paragrafo 3, e all'articolo 8, il beneficiario ha il diritto di rifiutare l'euro digitale nelle circostanze seguenti: a) se il beneficiario è un'impresa che occupa meno di 10 persone o il cui fatturato annuo o totale di bilancio annuo non è superiore a 2 milioni di EUR, o è un soggetto giuridico senza scopo di lucro quale definito all'articolo 2, punto 18), del regolamento (UE) 2021/695 del Parlamento europeo e del Consiglio, a meno che non accetti mezzi di pagamento digitali comparabili; b) se il rifiuto è opposto in buona fede e si fonda su motivi legittimi e temporanei in linea con il principio di proporzionalità in considerazione di circostanze concrete indipendenti dalla volontà del beneficiario; c) se il beneficiario è una persona fisica che agisce nell'esercizio di attività a carattere esclusivamente personale o domestico; d) se, prima del pagamento, il beneficiario ha concordato con il pagatore un altro mezzo di pagamento, fatto salvo l'articolo 10. Ai fini della lettera b), l'onere della prova per dimostrare che in una circostanza specifica sussistevano motivi legittimi e temporanei e che il rifiuto era proporzionato spetta al beneficiario». Secondo S. L. FORNARI, D. SCHETTINI, *Euro digitale: primi commenti alla Proposta di regolamento. Tra innovazione tecnologica e adozione di massa*, Luglio 2023, 3, in www.dirittobancario.it. La ratio dell'art. 9 è quella non imporre ai beneficiari i costi connessi all'adozione della nuova tecnologia per ricevere i pagamenti in CBDC.

¹⁶ L'art. 11 del Regolamento 974/98, interpretato alla luce degli artt. 2 e 3 della Raccomandazione 2010/191/UE, implica un obbligo di accettazione della valuta generale ma non assoluto, essendo salvi i rifiuti opposti in buona fede dal beneficiario poiché motivati, ad esempio, dall'impossibilità di corrispondere il resto o dalla sproporzione tra il valore nominale della banconota e l'importo dovuto.

mezzo tra la mancanza di corso legale, auspicata da certa dottrina¹⁷, e un obbligo di accettazione incondizionato, ipotizzata attraverso norme dalla formulazione generica e ambigua che ne limiterebbero l'utilizzo come strumento di pagamento¹⁸.

L'art. 16 delega poi alla BCE la fissazione di limiti all'ammontare di CBDC detenibile da ciascun utente sul conto, prevenendo la possibilità di un ampio uso della CBDC come riserva di valore.

L'accesso intermediato alla CBDC implica, naturalmente, l'adempimento degli obblighi di identificazione della clientela connessi all'apertura dei conti di pagamento¹⁹. La redazione di documenti di *policy* antiriciclaggio, l'adozione di sistemi valutativi e di processi decisionali tali da assicurare la tracciabilità delle verifiche e delle valutazioni svolte, la classificazione del cliente in relazione al rischio, sono obblighi il cui adempimento è complesso e implica costi operativi²⁰. Ciò rende opportuno affidarne l'esecuzione ad intermediari con una consolidata esperienza, invece che alla BCE che, com'è noto, non è organizzata per adempiere a tali obblighi e dovrebbe assumere e formare personale dedicato²¹.

L'emissione degli strumenti di pagamento in Euro digitale – che funzioneranno sia *online* sia *offline* –, l'adempimento degli obblighi antiriciclaggio e antiterrorismo comportano poi costi operativi²², che,

¹⁷ V. ZENO ZENCOVICH, *Profili civilistici dell'Euro digitale*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2023, 31-32; in senso favorevole al corso legale della moneta digitale F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 131 ss.

¹⁸ La possibilità di rifiutare l'Euro digitale quale mezzo di pagamento nelle operazioni riguardanti attività personali o casalinghe, delineata dall'art. 9, par. 1, lett. c) della Proposta di regolamento, postula la determinazione delle caratteristiche di tali attività, altrimenti l'anonimato del contante potrebbe indurre i beneficiari ad opporre pretestuosamente la natura personale o casalinga dell'attività oggetto di scambio e a rifiutare la CBDC.

¹⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 26 ss.; v. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 21 ss.

²⁰ V. L. MORMILE, *Servizi bancari "essenziali": il conto corrente*, in questa *Rivista*, 2022, 725.

²¹ In tal senso F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 109.

²² V. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 34; v. L. MORMILE, *op. cit.*, 725.

se fossero scaricati sugli utenti, comprometterebbero l'obiettivo della creazione di un Euro digitale inclusivo.

Tuttavia i servizi di pagamento per gli intermediari sono remunerativi se accompagnati dall'applicazione di commissioni o dalla concessione di credito sotto forma di aperture di credito o sconfinamenti²³. Di conseguenza, la necessità di ricorrere ad intermediari supervisionati richiede una remunerazione del servizio sotto forma di un incentivo o di una compensazione pubblica per la prestazione di tali servizi²⁴, soprattutto in caso di un obbligo di offerta, a costi contenuti, dei servizi di pagamento di base in Euro digitale, come ipotizzato dagli art. 14 ss. della Proposta di regolamento nei confronti, però, dei soli enti creditizi.

L'art. 14, par. 2, della Proposta di regolamento, rinviando all'art. 13, par. 1, lett. a), pare configurare il diritto ai servizi di base di tutte le persone fisiche residenti o stabilite nell'UE – inclusi dunque anche coloro che stipulino il contratto nell'esercizio di un'attività professionale, imprenditoriale o commerciale, salvo quanto si dirà *infra*, par. 5 –, e l'art. 17 vieta l'applicazione di commissioni a tali soggetti per la fornitura di tali servizi. Dato l'ampio spettro di attività svolte, le banche sono certamente più capaci degli altri intermediari di recuperare tali costi aumentando commissioni e remunerazioni delle attività diverse dai servizi aventi ad oggetto l'Euro digitale, attuando dunque pratiche di *cross-subsidization*²⁵. L'introduzione di una nuova categoria di intermediari incaricati di erogare servizi in CBDC, del

²³ V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della ricchezza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 56 ss., evidenzia lo scarso interesse di banche e intermediari per il conto corrente semplice, che non permetteva la concessione di credito; in senso analogo L. MORMILE, *Servizi bancari "essenziali"*, cit., 734.

²⁴ V. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 19.

²⁵ Il fenomeno della *cross-subsidization* è tipico della prestazione di servizi universali: v. EUROPEAN REGULATOR GROUP FOR POSTAL SERVICES, *ERGP Report on the crosssubsidisation*, 4 ottobre 2019, 4 ss., consultabile al seguente link: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/39081/attachments/3/translations/en/renditions/pdf>. Cfr. il considerando 28 della Proposta di regolamento, per il quale il modello di *business* specializzato dei PSP's diversi dalle banche mal si concilierebbe con tale obbligo a contrarre.

resto, porrebbe tali soggetti nella condizione di concorrere con banche e prestatori di servizi di pagamento in condizioni di inferiorità²⁶.

L'orientamento di politica del diritto espresso dalla Proposta di regolamento non pare però condivisibile, poiché ogni volta che il legislatore ha deciso di non sostenere il costo delle politiche di inclusione, obbligando semplicemente gli intermediari a fornire a costi contenuti i servizi bancari e finanziari, ciò ha prodotto una fuga degli operatori dal mercato o una ridotta offerta del servizio²⁷.

Per non marginalizzare i soggetti non in grado di utilizzare i nuovi strumenti di pagamento escludendoli anche dall'utilizzo della moneta cartacea, il processo di digitalizzazione della moneta comporterà peraltro anche la necessità di un parallelo aumento dei servizi bancari fisici, nonostante proprio l'aumento dei costi operativi delle banche abbia comportato una riduzione dei punti di accesso al *cash* nell'area Euro, per effetto di una riduzione delle filiali bancarie non compensata dal leggero aumento degli *automated teller machines* (ATM)²⁸.

L'art. 8 della Proposta di regolamento sul corso legale dell'Euro²⁹, infatti, mira ad introdurre l'obbligo degli Stati membri di assicurare un

²⁶ P. MOTTURA, *op. cit.*, 1 ss., spec. 16-17.

²⁷ Si vedano il caso del conto corrente semplice (su cui si rinvia a V. MELI, *op. cit.*, 56 ss., spec. 67) e della normativa sul microcredito (D. FRIGERI, *Osservatorio nazionale sull'inclusione finanziaria dei migranti, sesto rapporto*, 2017, 43, in www.migrantiefinanza.it, il quale riporta che PerMicro, specializzata in crediti e microcrediti, ha scelto di iscriversi all'albo degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 t.u.b. La "fuga" dalla disciplina del microcredito è confermata da inchieste giornalistiche: C. BRUSINI, *Microcredito. La nuova legge costringe gli operatori a lavorare in perdita. Così l'albo degli intermediari resta vuoto*, *Fatto Quotidiano* (6 marzo 2016), www.ilfattoquotidiano.it. Parte della dottrina aveva già espresso il timore di un disincentivo all'utilizzo del microcredito a causa di eccessivi vincoli normativi: v. E. MACCHIAVELLO, *Microfinance Regulation and Supervision: A Multi-Faced Prism of Structures, Levels and Issues* (November 15, 2012), in *New York University Journal of Law and Business*, vol. 9, 1, 2012, 133. Sul microcredito si rinvia a E. MACCHIAVELLO, *Microfinance and Financial Inclusion. The Challenge of Regulating Alternative Forms of Finance*, Taylor & Francis Group, New York, 2018, *passim*.

²⁸ A. ZAMORA-PEREZ, *Guaranteeing freedom of payment choice: access to cash in the euro area*, in *ECB Economic Bulletin*, Issue 5/2022, 94 ss.

²⁹ V. EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the legal tender of euro banknotes and coins*, Brussels, 28.6.2023, COM (2023) 364 final, consultabile al

accesso sufficiente ed effettivo al *cash* in tutto il territorio, incluse le aree urbane e non urbane; gli Stati membri dovrebbero altresì monitorare il livello di accesso al *cash* e, in caso di inadeguatezza di tale livello, adottare misure per rimediare a tale situazione.

Tuttavia il legislatore europeo non si fa carico di regolare eventuali misure compensative delle banche per i costi derivanti dall'aumento della propria rete di ATM e di servizi fisici, rinviando ogni decisione sul punto ai legislatori nazionali. Si tratta di un orientamento in linea con le precedenti misure legislative in materia di inclusione finanziaria, con l'aggravante dell'assenza, allo stato attuale, della volontà di regolare tali obblighi a livello europeo, e il rischio conseguente di creare arbitraggi regolatori e di falsare la concorrenza nel mercato, poiché la sussistenza o l'ampiezza degli obblighi di aumentare la rete di servizi fisici dipenderebbe dalla decisione dei singoli legislatori.

Alla luce delle recenti Proposte della Commissione UE, occorre verificare la possibilità di qualificare come servizi di interesse economico generale (SIEG) i possibili nuovi obblighi di fornitura dei servizi bancari, al fine di riconoscere forme di compensazione pubblica³⁰. La nozione di SIEG è generica ed elastica, sia perché dipende dalle esigenze dei cittadini, dello sviluppo tecnologico e del mercato e dalla preferenze politiche e sociali nello Stato membro; sia perché, in assenza di norme specifiche dell'Unione, l'individuazione di un SIEG è rimessa all'ampia discrezionalità degli Stati membri³¹.

Utili criteri ricostruttivi della categoria non sono forniti né dall'art. 14 TFUE, che si limita a sottolineare «l'importanza dei servizi di interesse economico generale nell'ambito dei valori comuni dell'Unione, nonché del loro ruolo nella promozione della coesione sociale e territoriale», né dall'art. 106, par. 2 che sottopone tali servizi

seguente link: https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/COM_2023_364_1_EN_ACT_part1_v6.pdf.

³⁰ Ringrazio Eugenia Macchiavello per la sua osservazione sul punto in occasione del Convegno ADDE dedicato ai giovani studiosi di Diritto dell'Economia tenutosi a Trento il 23 giugno 2023.

³¹ Comunicazione della Commissione sull'applicazione delle norme dell'Unione europea in materia di aiuti di Stato alla compensazione concessa per la prestazione di servizi di interesse economico generale, 11.1.2012, 2012/C 8/02, par. 45 e 46.

alle regole concorrenziali salvo che ciò osti all'adempimento della missione loro affidata³².

Il concetto di SIEG tradizionalmente riguarda i servizi forniti dalle grandi industrie di rete quali i trasporti, i servizi postali, l'energia e la comunicazione, ma la nozione si estende anche a qualsiasi altra attività economica assoggettata ad obblighi di servizio pubblico³³. E' dunque attraverso un metodo induttivo che si può ricostruire la categoria di SIEG, cioè verificando le caratteristiche delle attività sottoposte a tali obblighi per ricavare una nozione di SIEG.

Esempio paradigmatico della categoria degli obblighi di servizio pubblico è l'art. 3, dir. 2002/22/CE³⁴, che prevede che gli Stati membri mettano a disposizione di tutti gli utenti finali i servizi di comunicazione elettronica al livello qualitativo stabilito, a prescindere dall'ubicazione geografica dei medesimi e ad un prezzo abbordabile.

Un'altra fattispecie di obbligo di servizio universale è l'art. 16 della direttiva 2014/92/UE (attuato in Italia con l'art. 126-*noviesdecies* t.u.b.), a mente del quale tutti i consumatori³⁵ soggiornanti legalmente

³² Per un commento all'art. 106 TFUE si rinvia a A. ZOPPINI, G. ANGELONI, *Misure di Stato (art. 106 TFUE)*, in *Codice commentato della concorrenza e del mercato*, a cura di A. Catricalà, P. Troiano, 2010, Assago, 2010, 178 ss.

³³ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Libro bianco sui servizi di interesse generale, Bruxelles, 12.5.2004 COM(2004) 374, 23.

³⁴ DIRETTIVA 2002/22/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 marzo 2002 relativa al servizio universale e ai diritti degli utenti in materia di reti e di servizi di comunicazione elettronica (direttiva servizio universale).

³⁵ Il recente ddl 11 febbraio 2020, n. 1712 ("Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente") mirava ad introdurre nel Codice civile l'art. 1857-bis, in base al quale «la banca non può in nessun caso esimersi dall'apertura di un conto corrente». La disposizione tuttavia era stata criticata in un'audizione da Banca d'Italia per la sua genericità e per il contrasto con gli obblighi di astensione dalla apertura di un conto corrente in caso di violazioni delle disposizioni antiriciclaggio e antiterrorismo: *Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1712 "Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente". Testimonianza del Capo del Dipartimento Tutela della clientela ed educazione finanziaria della Banca d'Italia Magda Bianco*, in www.dirittobancario.it. V. le osservazioni critiche di F. GIGLIOTTI, *Obbligo a contrarre e limiti al (diritto di) recesso nel "rapporto di conto corrente" bancario. A proposito di una recente proposta normativa*, in questa Rivista, 2021, 247 ss.

nell'UE, compresi quelli senza fissa dimora, i richiedenti asilo e quelli privi di permesso di soggiorno ma che non possono essere espulsi, hanno il diritto di aprire un conto di base presso un ente creditizio³⁶, pagando un canone ridotto, *ex art. 126-vicies bis*, o godendo gratuitamente del servizio *ex art. 126 vicies quater*.

L'individuazione di un SIEG spetta dunque al legislatore, a seguito di un giudizio di valore sulla necessità di una loro accessibilità generale al pubblico degli utenti³⁷. L'importanza dei pagamenti digitali, in un'epoca di limiti all'uso del contante, rende superfluo argomentare sull'interesse generale all'accesso ad un conto di base in CBDC, così come, di converso, in un'epoca di moneta scritturale l'accesso al *cash* è essenziale per i soggetti finanziariamente esclusi.

Di conseguenza, tra gli elementi fondamentali di un SIEG rientrano: il servizio universale, la continuità, la qualità del servizio, l'accessibilità delle tariffe, la tutela degli utenti e dei consumatori³⁸. Come è evidente dalle fattispecie citate, dunque, non è sufficiente l'obbligo di fornire il servizio³⁹ per ritenere sussistente un obbligo di servizio pubblico, ma occorre anche che tale servizio sia prestato con continuità su tutto il territorio dello Stato e a tariffe accessibili.

³⁶ La tesi del servizio universale è sostenuta da F. DELL'ISOLA, *Art. 126-noviesdecies t.u.b.*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, tomo II, ed. IV, Padova, 2018, 2356; v. anche G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Torino, 2021, 144. Tale conclusione era stata già avanzata da V. MELI, *op. cit.*, 63, con riferimento agli obblighi derivanti dal d.l. 201/2011. Sugli obblighi di servizio universale v. in generale C. OSTI, *Nuovi obblighi a contrarre*, Torino, 2004, 97 ss.

³⁷ C. OSTI, *op. cit.*, 39.

³⁸ COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Libro verde sui servizi di interesse generale*, Bruxelles, 21.5.2003, COM (2003) 270, 16 ss.

³⁹ Sull'obbligo a contrarre, senza pretesa di esaustività, v. G. G. AULETTA, *Art. 2597 c.c.*, in *Comm. cc. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1960, 332 ss.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, *passim*; ID., *Obbligo a contrarre, disciplina antitrust e tutela del consumatore acquirente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969, 1003 ss.; M. LIBERTINI, P. M. SANFILIPPO, *Obbligo a contrarre*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione Civile*, XII, Torino, 1995, 480 ss.; L. NIVARRA, *La disciplina della concorrenza. Il monopolio. Art 2597*, in *Commentario al Codice civile*, a cura di P. Schlensinger, Milano, 1992, *passim* nonché ID., *L'obbligo a contrarre e il mercato*, Padova, 1989, *passim*;

Come stabilito dalla Corte di Giustizia, investita della compatibilità con gli artt. 14, 102, 106 e 107 TFUE della normativa italiana che prevedeva un monopolio di Poste italiane per la gestione dei servizi di cassa relativi ai pagamenti dei contribuenti versati agli agenti della riscossione⁴⁰, la componente tariffaria degli obblighi imposti all'operatore non può essere rimessa all'autonomia dell'impresa e deve essere chiaramente definita in “uno o più atti di esercizio del potere pubblico”; di conseguenza, la libera determinazione delle tariffe esclude la prestazione di un servizio di interesse economico generale⁴¹. Se dunque il regolamento definitivo confermasse l'obbligo di fornire i servizi di base in Euro digitale, in maniera uniforme nei territori nazionali e a costi accessibili, tali servizi andrebbero considerati SIEG e ciò imporrebbe l'individuazione di forme di compensazione, anche se occorrerà specificare meglio l'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo di tale obbligo, che ad oggi non pare chiaramente definito (v. *infra*, par. 5).

La Proposta di regolamento sul corso legale dell'Euro, a differenza della Proposta sull'Euro digitale, lascia invece impregiudicata la discrezionalità degli Stati membri in merito all'effettiva istituzione di obblighi di aumentare l'accesso al *cash* (art. 9, par. 4), subordinandola all'esito negativo della previa verifica del livello di accesso al *cash* sul territorio (art. 8, par. 1). Siccome l'individuazione delle attività sottoposte ad obblighi di servizio pubblico è riservata al legislatore⁴², il medesimo servizio potrebbe astrattamente svolgersi in regime di servizio pubblico in uno Stato membro, ed in regime concorrenziale in altri Stati in base alle diverse scelte attuate dagli Stati membri.

⁴⁰ C. GIUST. UE, 3 marzo 2021, cause riunite C-434/19 e C-435/19, Poste Italiane Spa contro Riscossione Sicilia SpA agente riscossione per la provincia di Palermo e delle altre provincie siciliane (C-434/19), e Agenzia delle entrate – Riscossione contro Poste Italiane SpA, con l'intervento di: Poste italiane SpA – Bancoposta (C-435/19), in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62019CJ0434>. La sentenza è commentata da F. CAMPODONICO, *Caso Poste Italiane: per la CGUE la discrezionalità tariffaria dell'operatore economico in regime di monopolio non rispetta la prima condizione Altmark*, in *DPCE Online*, 2021, 2583 ss.

⁴¹ F. CAMPODONICO, *op. cit.*, 2587 ss. Del resto, come osservato da P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata*, cit., 140-141, la determinazione autoritativa del prezzo del servizio serve a renderlo accessibile a soggetti altrimenti esclusi dalla libera determinazione della tariffa.

⁴² C. OSTI, *op. cit.*, 39.

Nell'ottica della creazione di un mercato concorrenziale unico a livello europeo, è preferibile che sia il legislatore europeo ad individuare un SIEG dotandolo di una disciplina unica europea, dato che alcuni legislatori, come il Belgio, hanno già proposto disegni di legge istitutivi di obblighi di servizio universale in materia di ATM⁴³ creando il rischio di arbitraggi regolamentari. Una normativa UE è auspicabile anche per la previsione di compensazioni, che postula una valutazione normativa sulla incompatibilità tra il regime concorrenziale e l'assolvimento della specifica missione affidata all'impresa, nonché sull'assenza di pregiudizio agli scambi a livello UE⁴⁴.

Ed infatti, secondo gli orientamenti della Commissione UE la scelta di uno Stato membro di istituire un SIEG è limitatamente sindacabile dalla Commissione UE anche per quanto riguarda l'incapacità del mercato di fornire tale servizio in modo soddisfacente⁴⁵. La Corte di giustizia, superando il precedente orientamento restrittivo dell'art. 106, par. 2, TFUE, che richiedeva un'incompatibilità assoluta tra la missione di servizio pubblico e la concorrenza, in seguito ha ampliato l'ambito della deroga prevista da tale disposizione, ritenendo sufficiente a legittimare forme di compensazioni il fatto che le regole concorrenziali rendano difficile per l'impresa l'adempimento della missione in condizioni economicamente accettabili⁴⁶.

Di recente, in una controversia relativa all'istituzione di un SIEG avente ad oggetto un servizio di pagamento mobile, necessario per accedere al trasporto pubblico, al parcheggio pubblico e alle strade, la

⁴³ V. EUROPEAN CENTRAL BANK, *OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 8 September 2023 on requiring credit institutions to provide a universal banking service and guarantee a minimum spread of automated teller machines (ATMs)*, (CON/2023/25).

⁴⁴ A. ZOPPINI, G. ANGELONI, cit., 190-191; C. GIUST. CE, 23 ottobre 1997, C-159/94, Commissione delle Comunità europee e altri c. Repubblica francese, in eur-lex.europa.eu. Affinché le compensazioni siano compatibili col TFUE devono rispettare i requisiti enucleati dalla Corte di giustizia nella sentenza Altmark: C. GIUST. CE, 24 luglio 2003, C-280/00, Altmark Trans GmbH e altri, in eur-lex.europa.eu.

⁴⁵ Comunicazione della Commissione sull'applicazione delle norme dell'Unione europea in materia di aiuti di Stato alla compensazione concessa per la prestazione di servizi di interesse economico generale, cit., par. 46 e 48.

⁴⁶ A. ZOPPINI, G. ANGELONI, cit., 190-192; C. GIUST. CE, 23 ottobre 1997, C-159/94, cit.; v. C. GIUST. CE, 19 maggio 1993, C-320/91, Corbeau, in eur-lex.europa.eu.

Corte ha considerato legittimo istituire un SIEG anche in presenza di un mercato concorrenziale, qualora questo determini risultati insoddisfacenti in termini di uguaglianza ed accessibilità del servizio⁴⁷. Di conseguenza, la circostanza che la concorrenza abbia portato ad una riduzione dei costosi servizi bancari fisici e degli ATM dimostra un fallimento del mercato e, pertanto, che eventuali obblighi di servizio universale dovrebbero essere compensati per svolgere tali servizi in maniera efficiente.

3. *L'incerto ambito applicativo del MiCAR*

Il MiCAR, pur attraendo i servizi relativi alle cripto-attività tra quelli prestabili dagli intermediari, complica la *compliance* di quest'ultimi alla luce dell'incerta natura giuridica delle cripto-attività e dell'ambito applicativo incerto del regolamento.

Sin dalla Proposta di regolamento, infatti, la nuova normativa sulle cripto-attività definiva il suo ambito applicativo in negativo, limitandolo alle cripto attività non rientranti nella nozione di strumenti finanziari, ma, poiché le nozioni di valore mobiliare, quote di oicr e derivati non hanno confini ben delineati, tale approccio era ritenuto foriero di incertezza giuridica⁴⁸. Tale difetto non è stato corretto dal regolamento definitivo, nonostante la BCE in un parere del 2021 evidenziasse la necessità di maggiore chiarezza sulla distinzione tra le cripto-attività qualificabili strumenti finanziari (rientranti nell'ambito della MiFID II) e quelle rientranti nell'ambito di applicazione della nuova normativa sulle cripto-attività⁴⁹.

La natura complessa e cangiante dei singoli *White paper* rende spesso arduo verificare se i *token* oggetto di offerta presentino elementi di finanziarietà o siano sussumibili all'interno delle categorie

⁴⁷ C. GIUST. UE, 7 novembre 2018, C-171/17, Commissione Europea c. Ungheria, in curia.europa.eu: la sentenza è commentata da F. GALLARATI, *Il monopolio ungherese dei servizi di pagamento mobile all'esame della Corte di Giustizia: un "doppio bilanciamento" tra SIEG e libera prestazione dei servizi*, in DPCE online, 2019, 863 ss.

⁴⁸ F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 12-13.

⁴⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Parere della Banca Centrale Europea del 19 febbraio 2021 su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (CON/2021/4) (2021/C 152/01)*, 1 ss.

individuate dal MiCAR. Come riconosciuto dall'ESMA, incaricato ai sensi dell'art. 2, par. 5 del MiCAR di elaborare orientamenti sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari, la natura anfibia e polimorfa delle cripto-attività impedisce soluzioni aprioristiche circa la loro qualificazione giuridica⁵⁰.

La classificazione di una cripto-attività come strumento finanziario, peraltro, dipende dalla modalità di implementazione della direttiva MiFID II nelle legislazioni dei singoli Stati membri, le quali hanno adottato diverse soluzioni, poiché, mentre alcuni hanno adottato una lista tassativa per definire i valori mobiliari, utilizzando dunque *rules*, altri Stati membri hanno utilizzato definizioni più generiche classificabili come *standards*⁵¹.

Ciò crea il rischio di arbitraggi regolamentari derivanti dalla qualificazione dello stesso *token* come strumento finanziario ai sensi di una legislazione nazionale ma non ai sensi di una diversa legislazione nazionale. In Francia la nozione di strumento finanziario è definita tramite una lista tassativa⁵², mentre in Italia, Spagna e Germania la nozione di strumento finanziario è più flessibile in conseguenza dell'elasticità della nozione di valore mobiliare⁵³.

⁵⁰ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019, ESMA50-157-1391, 4-5.

⁵¹ ESMA, *Advice*, cit., 4-5. Sulla distinzione tra *rules* e *standard*, senza pretesa di esaustività, v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 47 ss.; L. KAPLOW, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke Law Journal*, 1992, 557 ss.; E. POSNER, *Standards, Rules, and Social Norms*, in 21 *Harvard Journal of Law and Public Policy* 101, 1997, 101 ss.; B. SCHÄFER, *Legal Rules and Standards*, in *German Working Papers in Law and Economics*, 2002, vol. 2, 1 ss.; sulle *rules* v. C. R. SUNSTEIN, *Problems with Rules*, in 83 *California Law Review* 953, 1995, 955 ss.

⁵² L'art. L-211-1 *Code Monétaire et financier* al primo comma dispone perentoriamente che «*Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers*», mentre il secondo comma include tra i *titres financiers* «1. *Les titres de capital émis par les sociétés par actions* ; 2. *Les titres de créance* ; 3. *Les parts ou actions d'organismes de placement collectif*». Anche i *contrats financiers*, «*également dénommés " instruments financiers à terme "*», vengono individuati tassativamente dal 3° comma come quei «*contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret*». V. AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *Discussion paper on initial coin offerings (ICOs)*, 2017, 7.

⁵³ L'elasticità della nozione italiana di valore mobiliare è sostenuta da G. GITTI, *Emissione e circolazione di cripto attività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 29 ss.; M. FRATINI, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di

4. Un'interpretazione estensiva della nozione di cripto attività

Il MiCAR potrebbe anche lasciare vuoti regolatori, poiché un *token* avente funzione di investimento può non essere qualificabile come strumento finanziario qualora sia emesso da una persona fisica o da una persona giuridica priva di forma societaria⁵⁴, come è ammesso dall'art. 3, n. 10 del MiCAR. Ad esempio le *Decentralized Autonomous Organizations* (DAO's), entità organizzative-associative atipiche con finalità di investimento, possono sfuggire alle forme societarie del diritto commerciale⁵⁵. Le DAO's, infatti, possono avere una struttura completamente autonoma, essendo gestite da *smart contracts* in assenza di indicazioni umane, o semi autonoma, con la gestione congiunta di *token holders* e *smart contracts*⁵⁶.

Nel primo caso le DAO's non sono soggette alla disciplina del MiCAR, che all'art. 2 richiede pur sempre la presenza di persone fisiche, giuridiche o di imprese coinvolte nell'emissione, offerta o ammissione alla negoziazione di *token*⁵⁷.

Marco Fratini, Giorgio Gasparri, Torino, 2012, 16 ss.; cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 26-28, il quale parla di categorie strutturalmente flessibili. In senso contrario V. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 1 ss. In Spagna la *Ley 6/2023 de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión* definisce i “*valores negociables*” come «*cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*». In Germania il § 1, paragrafo 11, della legge bancaria tedesca (*Kreditwesengesetz*) include tra gli strumenti finanziari anche le partecipazioni in persone giuridiche, società di persone e altre società, se equivalenti alle azioni, nonché le altre forme di investimento di cui al § 1 comma 2 della legge sugli investimenti patrimoniali.

⁵⁴ V. AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *op. cit.*, 7.

⁵⁵ G. GITTI, *op. cit.*, 33.

⁵⁶ R. LENER, S. L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell'impresa*, 6 ss., in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

⁵⁷ In tal senso F. MATTASSOGLIO, *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading*, in questa *Rivista*, 2023, 318 ss., per la quale Bitcoin, emesso da una *blockchain permissionless*, fuoriesce anch'esso dal perimetro regolatorio del MiCAR proprio perché il regolamento richiede l'individuazione del soggetto responsabile di tali adempimenti. V., con riferimento alla Proposta di regolamento, R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione*

Nel secondo caso, i *token* emessi possono essere qualificati come valori mobiliari solo qualora attribuiscano la quota del capitale di un ente avente forma societaria, poiché, qualora invece le ICO's fossero promosse da DAO's connesse ad associazioni, come *enti no profit*, che rappresentano il mero collegamento tra la *blockchain* e il mondo *offline*⁵⁸, i *token* sarebbero privi di quella equivalenza ai titoli di capitale richiesta dall'art. 4, par. 1, n. 44, dir. 2014/65/UE per la qualifica di valore mobiliare⁵⁹.

Spesso, inoltre, le *Initial Coin Offerings* (ICO's) possono contenere delle restrizioni contrattuali alla trasferibilità dei *token* ad altri investitori (c.d. *lock-up provision*), le quali, se accompagnate dall'implementazione di misure tecniche volte ad associare permanentemente l'esercizio dei diritti connessi ai *token* ad una chiave pubblica nella *blockchain*⁶⁰ (come ad esempio nel caso dell'ICO avente ad oggetto i *token* EOS), privano i *token* dell'attributo della trasferibilità, impedendone la qualifica come valore mobiliare e, dunque, come strumento finanziario⁶¹.

Qualora il *token* non rientrasse nella definizione di strumento finanziario fornita dalla legislazione di uno Stato membro, potrebbe crearsi un vuoto regolatorio sfruttabile dagli operatori con potenziale nocumento degli investitori⁶², soprattutto se si accogliesse

europa. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"? 6, in www.dirittobancario.it, e F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 52 ss.

⁵⁸ R. LENER, S. L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie*, cit., 10 ss.

⁵⁹ L'impossibilità di qualificare tali *token* come valori mobiliari era stata sostenuta dall'autorità di vigilanza francese già prima dell'introduzione del MiCAR, con riferimento all'articolo L-211-1(II) *Code monétaire et financier*: AMF, *op. cit.*, 7. In senso dubitativo v. G. G. GITTI, *op. cit.*, 37.

⁶⁰ P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 663 ss.; P. ZICKGRAF, *Initial Coin Offerings (ICO's)*, in *The Law of Crypto Assets. A Handbook*, a cura di P. Maume, L. Maute, M. Fromberger, Munchen, 2022, 193-194.

⁶¹ P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, 663 ss.; P. ZICKGRAF, *op. cit.*, 193-194. Sulle caratteristiche di negoziabilità e standardizzazione del valore mobiliare vedi E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 2019, e V. V. CHIONNA, *op. cit.*, 1 ss.

⁶² Tale pericolo era stato segnalato precedentemente all'entrata in vigore del MiCAR da P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, 663 ss.

l'orientamento di parte della dottrina, espresso con riferimento alla Proposta di regolamento del MiCAR, per il quale i *token* con funzione di investimento sarebbero esclusi dalla nuova disciplina, in quanto l'art. 2, par. 2 (oggi art. 2, par. 4) escluderebbe tutti i *security token*, e la categoria residuale delle cripto-attività diverse dai *token* di moneta elettronica e dagli *asset referenced token* includerebbe solo gli *utility token*⁶³.

Tale interpretazione creerebbe per i *security token* non qualificabili come strumenti finanziari un vuoto regolamentare, per prevenire il quale pare possibile un'interpretazione sistematica degli artt. 2, par. 4 e 59 ss. del MiCAR, secondo la quale il MiCAR regola *security token* non rientranti nell'ambito applicativo delle disposizioni nazionali attuative di MiFID II, ma idonei a costituire ad esempio quei prodotti finanziari già definiti dal legislatore italiano all'art. 1 t.u.⁶⁴. In tal senso depone il fatto che l'art. 3, par. 1 MiCAR fornisca due diverse definizioni di cripto attività e di *utility token* rispettivamente ai numeri 5 e 9, quali «[...] rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga» e «tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente».

⁶³ Con riferimento alla Proposta di regolamento, tale orientamento era espresso da M. CIAN, *La nozione di cripto attività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 60; R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni*, cit., 3 ss.; R. LENER, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. Comm.*, 2023, 382-383, per il quale «se il *token di utilità* circola, attraverso la piattaforma, con inevitabili oscillazioni di valore e con conseguente aspettativa di ritorni di natura finanziaria si finisce *fuori* dalla disciplina *MiCAR* e *dentro* quella degli strumenti finanziari».

⁶⁴ Cfr. S. GIULIANI, *Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell'investitore*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 55 ss., il quale afferma genericamente che «con riferimento al profilo di specifico interesse [...] le forme di protezione degli investitori, il regolamento MiCA ha indubbiamente il pregio di porre rimedio a un "vuoto di tutela" che caratterizza l'ambito delle cripto-attività non aventi natura di strumenti finanziari», sebbene non menzioni la categoria dei *security token*. Cfr. P. ZICKGRAF, *op. cit.*, 217-218, che giunge a conclusioni simili includendo i *token* aventi funzione di investimento nel MiCAR, in quanto, dato che tale regolamento soddisfa le esigenze regolatorie di tali *crypto-assets*, non è più necessario sussumerli nella categoria degli strumenti finanziari.

La definizione di cui all'art. 3, par. 1, n. 5) MiCAR è talmente generica da essere idonea teoricamente, anche grazie al riferimento al "valore", ad abbracciare anche criptovalute come *bitcoin*⁶⁵, non soggetto però alle disposizioni del MiCAR per la mancanza di un emittente identificabile⁶⁶. Il termine cripto-attività però non contiene alcun riferimento alla funzione di pagamento del *token*, e pertanto si caratterizza per una maggiore onnicomprensività rispetto a quello di cripto-valuta poiché è tale da abbracciare più ampie categorie di prodotti, mentre quest'ultimo fa riferimento ad una supposta funzione monetaria, prevalentemente esclusa dalla dottrina e dalle principali istituzioni monetarie⁶⁷. Le stesse disposizioni del Titolo II, di cui agli artt. 4 ss., dedicati anche al c.d. *white paper*, si riferiscono alle cripto attività diverse dai *token* collegati ad attività e dai *token* di moneta elettronica, lasciando intendere che tale categoria non si esaurisca negli *utility token*⁶⁸.

Ancora, disciplinando i servizi definiti dall'art. 3, par. 1, n. 16 gli artt. 59 ss. si riferiscono alle cripto-attività e non agli *utility token*, e l'art. 3, par. 1, n. 25, definendo la gestione di portafogli relativi a cripto-attività, si riferisce espressamente ad una funzione di investimento; di ciò si trae conferma dall'art. 81, par. 1, il quale, disciplinando la

⁶⁵ V. S. GIULIANI, *op. cit.*, 51.

⁶⁶ Si conferma dunque il vuoto regolatorio già presente nella Proposta di regolamento ed evidenziato da R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea*, cit., 6, e da F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 52 ss.

⁶⁷ S. GIULIANI, *op. cit.*, 33-34. La non assimilabilità delle cripto valute alla moneta è sostenuta da M. CIAN, *La cripto-valuta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 315 ss., spec. 338 ss., per il quale esse devono essere considerate merci, beni digitali; G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Dicembre 2021, 6 ss.; v. anche M. CIAN, *Il denaro*, in *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, a cura di M. Cian, Torino, 2020, 51, ove l'obbligazione avente ad oggetto la dazione di *bitcoin* viene qualificata come debito di cose. Nella dottrina economica la capacità del *bitcoin* di assolvere a tutte le tre funzioni della moneta è negata da M. AMATO, L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin*, cit., 29 ss.

⁶⁸ Si interrogano sulla possibilità di includere nella categoria delle cripto attività token diversi dagli *utility token* 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, 17.

valutazione di adeguatezza da effettuare nei servizi di consulenza e di gestione di portafoglio di crypto-attività, obbliga gli intermediari a tenere conto, tra l'altro, delle esperienze di investimento in crypto-attività dei clienti e dei loro obiettivi di investimento.

Decisivo pare poi rilevare che, poiché gli artt. 59 ss. assoggettano i servizi relativi a crypto-attività ad una disciplina di stampo MiFID II⁶⁹, e l'art. 60 addirittura li dichiara equivalenti ai servizi di cui all'Allegato A, punto 1, MiFID II, il MiCAR presuppone evidentemente la natura finanziaria delle crypto-attività oggetto di tali servizi.

La soluzione prospettata è l'unica idonea ad evitare vuoti nella regolazione di crypto-attività altrimenti fuori sia dalla disciplina di derivazione MiFID II, sia dalla disciplina del MiCAR e da quella del regolamento Prospetti⁷⁰, garantendo la tutela degli investitori⁷¹. D'altra parte la stessa dottrina che esclude dall'ambito del MiCAR i *security token* evidenzia l'incomprensibilità di una regolazione che assoggetta i *token* non finanziari a una disciplina che ricalca schemi e principi regolatori del diritto degli strumenti finanziari⁷²; scelta regolatoria che invece viene spiegata dalla nostra interpretazione della nozione di crypto-attività.

La tesi prospettata pare anche idonea a risolvere il problema di disciplina dei *token* ibridi, aventi cioè sia funzione di investimento sia funzione di godimento di un bene o servizio. La natura spesso ibrida dei *token*, infatti, mal si concilia con l'interpretazione tradizionale della classificazione delle crypto-attività attuata dal MiCAR, che ne impone

⁶⁹ Lo rileva la stessa dottrina contraria all'inclusione di *security token* nell'ambito applicativo del MiCAR: M. CIAN, *La nozione di cryptoattività*, cit., 75; cfr. R. LENER, *Cryptoattività e crypto valute*, cit., 387.

⁷⁰ L'art. 2 del Regolamento Prospetti infatti definisce i titoli, oggetto dell'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 4, rinviando (tranne che agli strumenti del mercato monetario) ai valori mobiliari di cui all'art. 4, par. 1, punto 44 della MiFID II, nella cui definizione appunto non rientrano i *token* privi dei requisiti di standardizzazione e negoziabilità.

⁷¹ V. ESMA, *Advice*, cit., 40-41, che già prima dell'introduzione del MiCAR evidenziava i rischi per gli investitori derivanti dai vuoti nella regolazione delle crypto-attività non qualificabili come strumenti finanziari.

⁷² M. CIAN, *La nozione di cryptoattività*, cit., 75; cfr. R. LENER, *Cryptoattività e crypto valute*, cit., 387: «Deve poi essere considerata con particolare attenzione la scelta di equiparare i prestatori di servizi in crypto attività ai più tradizionali intermediari finanziari, nonostante la dichiarata natura non finanziaria delle cryptoattività oggetto di offerta».

l'incasellamento *tout court* o nella categoria degli strumenti finanziari o in quella degli *utility token*⁷³; nella nostra prospettiva, invece, un *token* avente funzione mista sarà comunque soggetto alla disciplina del MiCAR⁷⁴.

5. La mancanza di una regolazione cross-sectoral

In conclusione, le problematiche connesse all'inclusione dei nuovi servizi relativi alle cripto-attività e alla CBDC tra le attività degli intermediari hanno un minimo comun denominatore nella mancanza di un approccio realmente *cross-sectoral* da parte del legislatore e della Commissione UE. Tale approccio normativo non è efficiente per intermediari polifunzionali, poiché devono implementare diversi processi operativi in conseguenza della diversa forma del prodotto, confonde i clienti sullo *standard* di tutela loro fornita e può produrre una riqualificazione dei prodotti volta ad evitare l'applicazione della legislazione più rigorosa⁷⁵.

Il MiCAR, pur regolando anche cripto-attività con una funzione di investimento, adotta una disciplina in parte modellata su quella degli strumenti finanziari contenuta nella MiFID II⁷⁶, per quanto riguarda ad esempio le disposizioni sulla valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza, in parte derogatoria, sia per la mancanza di una tutela diversificata di clienti professionali e clienti al dettaglio, sia per l'assenza di disposizioni sulla *product governance*⁷⁷. Tale arbitraggio

⁷³ Cfr. ESMA, *Advice*, cit., 4. La suddivisione dei token in *utility* e *investment* era già stata criticata prima dell'introduzione del MiCAR da L. OLIVEIRA, L. ZAVOLOKINA, I. BAUER, G. SCHWABE, *To Token or not to Token: Tools for Understanding Blockchain Tokens*, in *Zurich Open Repository and Archive*, University of Zurich, 2018, 6, in quanto i *token* possono in concreto svolgere più di una funzione; in tal senso anche G. GITTI, *Emissione e circolazione di cripto attività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, cit., 19-20; v. anche V. FERRARI, *The regulation of crypto-assets in the EU - Investment and payment tokens under the radar*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2020, 340-341.

⁷⁴ In tal senso anche P. ZICKGRAF, *op. cit.*, 217-218.

⁷⁵ Così V. COLAERT, *European banking, securities and insurance law: cutting through sectoral lines?*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1583-1584; conforme A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 11.

⁷⁶ In tal senso v. M. CIAN, cit., 75 ss.; S. GIULIANI, cit., 56 ss.

⁷⁷ S. GIULIANI, cit., 58.

regolatorio non pare giustificabile, come invece sostenuto da alcuni commentatori, né in considerazione della complessità tecnica dei *crypto-assets*, né dell'asserita impossibilità di individuare un soggetto produttore delle cripto-attività⁷⁸.

Per quanto riguarda l'assenza di regole di *product governance*, il MiCAR si applica all'emissione di cripto-attività in forma centralizzata, da parte cioè di soggetti identificabili come emittenti; in caso contrario il MiCAR non si applica in *toto*, nemmeno per quanto riguarda le disposizioni di tutela dell'investitore o relativa alla pubblicazione del *White Paper*⁷⁹. Le regole di *product governance* ai sensi degli artt. 16, par. 3, e 24, par. 2, MiFID II si applicano inoltre anche ai distributori, il cui ruolo è sostanzialmente analogo a quello dei prestatori di servizi relativi a cripto-attività. Gli obblighi di *product governance*, peraltro, sono ormai previsti in tutti i settori del mercato finanziario come dimostrato dalla loro estensione al settore assicurativo, ad opera dell'art. 25, dir. 2016/97/UE⁸⁰, ed a quello pensionistico, ai sensi degli artt. 23 e 25, reg. UE 2019/1238⁸¹.

Anche sul piano dei costi *compliance* la scelta del MiCAR pare opinabile, poiché, pur riducendo i costi derivanti dalla riduzione dell'innovazione nella ingegnerizzazione dei prodotti, priva gli intermediari dei benefici reputazionali e della riduzione del rischio legale, derivanti dalla produzione e distribuzione di prodotti conformi al mercato di riferimento⁸²; benefici particolarmente importanti in un mercato, quello delle cripto attività, nel quale vi è sia incertezza sulla disciplina applicabile sia una diffusa diffidenza degli investitori sull'adeguatezza dei prodotti stessi.

Per colmare tale lacuna si può adottare un'interpretazione estensiva degli obblighi di *product governance*, valorizzando sia il considerando n. 18 della dir. 2017/593/UE, dal quale si desume che la *product*

⁷⁸ Queste sono le motivazioni ipotizzate da S. GIULIANI, cit., 58.

⁷⁹ R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea*, cit., 6; F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 52 ss.

⁸⁰ V. A. CAMEDDA, *La product oversight and governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 234 ss.

⁸¹ V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei tra regolazione del mercato e automatizzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 120 ss.

⁸² Questo sarebbe uno dei vantaggi delle regole di *product governance* secondo A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 8.

governance deve avere applicazione generalizzata per tutte le forme di investimento introdotte sul mercato, indipendentemente dalla negoziabilità o meno del prodotto⁸³; sia i riferimenti ai “prodotti di investimento” contenuti nell’art. 10, par. 5 e 8, dir. 2017/593/UE.

Il MiCAR, inoltre, deroga al più rigoroso regime di approvazione del prospetto da parte dell’autorità di vigilanza, previsto dal regolamento 2017/1129 UE, in favore di un regime di mera comunicazione, sottoponendo anche sotto questo profilo prodotti aventi funzione di investimento a due regimi normativi diversi.

Non prevedendo, infine, una segmentazione delle tutele di tipo soggettivo, il MiCAR si discosta nettamente sia dall’impostazione del reg. UE 1286/2014, che prevede la fornitura del KID solo ai clienti al dettaglio⁸⁴, sia da quella delle direttive MiFID I e MiFID II, fondate su una classificazione della clientela rilevante al fine dell’ampiezza degli obblighi comportamentali gravanti sugli intermediari⁸⁵. A livello della

⁸³ G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 590 ss., per il quale «sono soggetti alla product governance non solo gli strumenti finanziari, ma tutti i prodotti venduti sui mercati, compresi — anzi a maggior ragione — gli OTC e gli altri prodotti illiquidi». Secondo l’Autore, ciò sarebbe confermato «dal par. 24 degli Orientamenti ESMA, il quale [...] precisa che «per i prodotti personalizzati o su misura, il mercato di riferimento del prodotto sarà solitamente costituito dal cliente che ha ordinato il prodotto». Per l’Autore, infatti, «ciò conferma che la product governance deve essere effettuata anche per il prodotto di investimento non destinato alla circolazione o ad una massa di clienti più o meno ampia». Tale argomento è confermato dai recenti *Orientamenti Esma sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, 3/08/2023, ESMA 35-43-3448, par. 31, che per i prodotti personalizzati identificano il *target market* nel cliente che ha ordinato il prodotto.

⁸⁴ V. l’art. 4 e il 6° *considerando* del reg. UE 1286/2014. Sul reg. UE 1286/2014 v. V. COLAERT, cit., 1594-1601.

⁸⁵ Sulla differenziazione delle tutele in ragione del profilo soggettivo dei clienti operata dalla normativa di attuazione della direttiva MiFID I v. R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, cit., 98-102; sulla graduazione delle tutele in base al criterio soggettivo nella MiFID II v. M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e organizzazione. I limiti di MiFID II*, in questa *Rivista*, 2020, 153, e N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 791-792. Come evidenzia D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 207-211, a livello nazionale un principio di graduazione delle tutele in relazione alla tipologia del cliente, consacrato anche a livello legislativo nell’art. 6, comma 2°, t.u.f., era espresso già dall’art. 31, comma 1°, reg. Consob n. 11522/1998, il quale prevedeva che nei rapporti tra intermediari e operatori qualificati non si applicavano una serie di

legislazione europea si può notare come anche il reg. UE 2019/1238 sui PEPP abbandoni la tradizionale segmentazione delle tutele connessa alla diversa qualificazione del cliente⁸⁶.

Com'è noto, le regole di trasparenza impongono costi derivanti dalle spese necessarie per la comunicazione al pubblico delle informazioni, come quelle conseguenti all'assunzione di personale dedicato, al ricorso a consulenze esterne e alla diffusione dell'informazione⁸⁷. Poiché questi costi di *compliance* sono sopportati dai clienti sotto forma di aumento del costo del servizio, la disciplina dei servizi di investimento distingue tra cliente al dettaglio e cliente professionale al fine di calibrare l'intensità delle regole di comportamento e, dunque, dei costi, evitando di accollare oneri superflui qualora il cliente possa "cavarsela da solo"⁸⁸.

La generalizzazione dell'obbligo di adeguatezza imporrà dunque costi superflui ai prestatori di servizi relativi a cripto attività e ai clienti, con potenziali effetti anticoncorrenziali in quanto gli intermediari tradizionali – come enti creditizi e imprese di investimento –, con reti distributive e clientela consolidate, sono capaci di maggiori economie di scala rispetto ai nuovi operatori del mercato delle cripto-attività⁸⁹.

disposizioni, tra le quali, in via esemplificativa, quelle attinenti alla gestione dei conflitti di interessi (art. 27, reg. Consob n. 11522/1998), allo scambio di informazioni tra intermediario e cliente (art. 28, reg. Consob n. 11522/1998) e agli obblighi comportamentali in caso di operazioni non adeguate (art. 29, reg. Consob n. 11522/1998).

⁸⁶ V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei*, cit., 132 ss.

⁸⁷ Così A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 38.

⁸⁸ A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 201-202. La traslazione dei costi di *disclosure* ai clienti è evidenziata da O. BEN-SHAHAR, C. E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in 159 *U. Pa. L. Rev.* 647, 2011, 736-737. La medesima *ratio* di contenimento dei costi informa anche l'art. 25, par. 4, dir. 2014/65/UE – che nel nostro ordinamento trova riscontro all'art. 43, reg. Consob n. 20307/2018 –, che, in presenza di strumenti finanziari non complessi, e di una iniziativa del cliente volta alla prestazione del servizio, consente di evitare i costi della consulenza connessi alla valutazione di adeguatezza e, dunque, di usufruire di un servizio di più rapido ed economico: N. MOLONEY, cit., 810; v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 223.

⁸⁹ Gli effetti anticompetitivi degli obblighi di trasparenza sono evidenziati da O. BEN-SHAHAR, C. E. SCHNEIDER, cit., 738. V. in generale R. LENER, *Criptoattività e cripto valute*, cit., 387, il quale già sottolineava che la Proposta di regolamento «con riguardo al mercato delle criptoattività, per come è strutturata, e nonostante la

Sul versante della digitalizzazione della moneta pubblica, la scelta di un modello intermedio per le operazioni di pagamento in Euro digitale suggerisce di assicurare il *level playing field* tra i servizi in Euro digitale e i servizi di pagamento aventi ad oggetto moneta bancaria; tuttavia è dubbio che a tale conclusione si possa arrivare sulla base della normativa vigente.

Sebbene in senso affermativo deponga il principio di neutralità tecnologica accolto dal considerando n. 21 della PSD2, la scelta del legislatore europeo di ricorrere ad una *rule* per definire il concetto di fondi⁹⁰ impedisce interpretazioni estensive o analogiche dell'art. 4, n. 25, della PSD2 volte ad includervi anche la CBDC, la cui natura atipica la rende difficilmente suscumbibile in una delle forme di moneta ivi menzionate. Non a caso l'art. 2, n. 23, della Proposta di direttiva sostitutiva della PSD2 e l'art. 3, n. 30 della Proposta di regolamento sui servizi di pagamento (PSR) propongono di estendere la nozione di fondi a tutte le forme di moneta emesse dalla banca centrale per l'utilizzo dei clienti al dettaglio⁹¹; al contempo l'art. 5, par. 3 della Proposta di regolamento sull'Euro digitale estende integralmente ai servizi di pagamento in CBDC le disposizioni della PSD2, rinvio che in futuro

previsione di esenzioni, potrebbe addirittura avere l'effetto di rallentare la nascita di nuovi operatori, portando piuttosto al consolidamento dei soggetti esistenti, i quali sono già riusciti a raccogliere la liquidità necessaria per rispettare le norme che verranno emanate»

⁹⁰ Sulla PSD2 si rinvia a F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano, 2020, 17 ss.; per un commento alla disciplina italiana di attuazione v. S. VANINI, *L'attuazione in Italia della seconda direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno: le innovazioni introdotte dal d.lgs. 15 dicembre 2017*, n. 218, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 839 ss.

⁹¹ *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on payment services and electronic money services in the Internal Market amending Directive 98/26/EC and repealing Directives 2015/2366/EU and 2009/110/EC*, il cui testo è consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e09b163c-1687-11ee-806b-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF; Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo ai servizi di pagamento nel mercato interno e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, il cui testo è consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:04cc5bd5-196f-11ee-806b-01aa75ed71a1.0010.02/DOC_1&format=PDF. Per un primo commento v. F. CASCINELLI, L. BETTINELLI, *Verso la PSD3 e il nuovo Regolamento sui Servizi di Pagamento*, Ottobre 2023, in www.dirittobancario.it.

dovrà intendersi come riferito al nuovo pacchetto normativo sui servizi di pagamento.

Tuttavia la Proposta di regolamento sull'Euro digitale prevede una serie di disposizioni dedicate precipuamente ai servizi di pagamento relativi alla CBDC, disattendendo l'intento di fornire una regolazione *cross-sectoral*. In tal modo spetterà all'interprete il compito di coordinare la futura normativa sull'Euro digitale e la nuova normativa sui servizi di pagamento onde evitare sovrapposizioni e antinomie tra i due plessi normativi. Certamente i pagamenti *off-line* non soggiaceranno alla futura normativa sui servizi di pagamento poiché non sono intermediati e sono assimilabili ai pagamenti *cash*, i quali sono espressamente esentati da tale normativa ai sensi dell'art. 2, par. 2 del PSR; pare poi difficile conciliare l'art. 30 della Proposta di regolamento sull'Euro digitale, che dispone laconicamente l'istantaneità del *settlement*, con le dettagliate regole sui tempi di esecuzione dei pagamenti previste dagli artt. 82 ss. del PSR.

Analogo problema di coordinamento si pone tra la dir. 2014/92 UE e la Proposta di regolamento sull'Euro digitale. L'art. 14, par. 2 già citato, che estende ai servizi di base in CBDC l'applicazione del capitolo IV della direttiva 2014/92/UE sul diritto al conto, lascia permanere notevoli dubbi sul suo ambito di applicazione soggettivo e oggettivo.

Poiché l'art. 14, par. 2 da un lato si riferisce alle persone fisiche di cui all'articolo 13, paragrafo 1, lettera a), prive di un conto in euro non digitale, dall'altro lato limita l'applicazione del capo IV della direttiva 2014/92 «all'accesso dei consumatori al conto in euro digitale con servizi di base», non è chiaro se il diritto al conto sia attribuito ai soli clienti qualificabili come consumatori o anche a chi contragga nell'esercizio di un'attività professionale, commerciale o imprenditoriale. Sebbene appaia preferibile una lettura estensiva dell'art. 14, par. 2, alla luce del riferimento, nell'art. 14, par. 1, alle persone fisiche quali aventi diritto alla fornitura dei servizi su mera richiesta⁹², è auspicabile un chiarimento in sede di adozione del regolamento definitivo.

⁹² Si vedano anche i riferimenti alle persone fisiche nel considerando 30: «[...] i servizi di pagamento in euro digitale dovrebbero includere servizi di pagamento di base e aggiuntivi in euro digitale. I servizi di pagamento di base in euro digitale sono servizi di pagamento, di conto o di supporto considerati essenziali per l'uso dell'euro

Pare escluso che l'obbligo a contrarre abbia ad oggetto anche il conto di pagamento in moneta scritturale, anche se il riferimento al conto di pagamento di cui alla direttiva 2014/92 lascia qualche dubbio⁹³; certamente la conferma in sede di regolamento definitivo di una formulazione restrittiva limiterebbe l'utilizzo della CBDC, considerato che le operazioni di *funding* e *de-funding*, funzionali al rispetto dei limiti all'ammontare di CBDC detenuta, richiedono il collegamento con un conto di pagamento in moneta scritturale.

Infine, sebbene la nozione di *switching* di cui all'art. 2, n. 26, della Proposta di regolamento sull'Euro digitale ricalchi pedissequamente la definizione di cui all'art. 2, n. 18, dir. 2014/92, manca un coordinamento tra la disciplina del trasferimento del conto contenuta nell'art. 31 della Proposta di regolamento sull'Euro digitale e quella avente ad oggetto la stessa materia contenuta negli artt. 9 ss., dir. 2014/92/UE. In definitiva, l'attuale approccio normativo alla digitalizzazione del sistema finanziario non è idoneo ad assicurare una regolazione chiara e coerente, complicando così la *compliance* degli intermediari e confondendo i clienti sulle tutele loro fornite⁹⁴.

L'attuale diritto dell'economia, dunque, non si distacca del tutto dalla tendenza del diritto europeo alla proliferazione di normative

digitale da parte delle persone fisiche. Ciò comprende, tra l'altro, la fornitura di almeno uno strumento di pagamento a persone fisiche». In senso contrario però depone il considerando 28, che riferisce l'applicazione del capo IV della direttiva 2014/92 «all'accesso al conto in euro digitale con caratteristiche di base da parte dei consumatori che non sono clienti di un ente creditizio».

⁹³ La possibilità di configurare un diritto al conto di pagamento in moneta scritturale è prospettata da L. MORMILE, *Conto corrente e recesso* ad nutum, in *www.ilcaso.it*, 7 ss.; ID., *Servizi bancari "essenziali"*, cit., 715 ss., spec. 734 ss.; in giurisprudenza v. Trib. Palermo, 14 gennaio 2021, in *www.ilcaso.it*, con nota di L. MORMILE, *Conto corrente e recesso*, cit.; tuttavia, il Tribunale ha respinto il ricorso ex art. 700 c.p.c. dell'impresa, volto a inibire il blocco all'operatività dei conti correnti a seguito del recesso della banca. In senso contrario all'esistenza di un generale obbligo a contrarre degli intermediari v. in dottrina U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai "non consumatori"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 539 ss., spec. 544 ss.; G. LIACE, *Il diritto al conto corrente bancario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 460 ss., spec. 469 ss.; v. F. GIGLIOTTI, *op. cit.*, 260 ss.; tra le decisioni dell'ABF v. *ex multis* ABF Milano, 14 febbraio 2020, n. 2540, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

⁹⁴ V. V. COLAERT, cit., 1583-1584; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 11.

settoriali prive di una reale sistematicità, che delega al giurista il compito di svelare i rapporti tra la normativa generale (MiFID II, PSD2, ecc.) e quella speciale⁹⁵; pertanto pare certamente auspicabile un cambio di passo del legislatore europeo nella direzione di una normativa realmente *cross-sectoral*.

⁹⁵ V. le riflessioni di V. ROPPO, *Sul diritto europeo dei contratti: per un approccio costruttivamente critico*, in *Eur. dir. priv.*, 2004, 439 ss., spec. 447, sulle normative privatistiche di matrice europea. Il problema della proliferazione di normative settoriali, peraltro, interseca il tema civilistico della decodificazione, su cui v. N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1979, 1 ss.; A. M. BENEDETTI, voce *Contratto asimmetrico*, in *Enc. Dir., Annali*, vol. V, Milano, 2012, 370 ss.; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 769 ss.; ID., *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul «terzo contratto»)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 669 ss.; G. VETTORI, *La disciplina generale del contratto nel tempo presente*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 313 ss.

La “lista del consiglio uscente”: tra evoluzione della prassi e istanze di regolamentazione

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Questioni interpretative scaturenti dall’evolversi delle prassi di mercato. – 3. Profili applicativi: la lista del consiglio “seconda classificata”. – 4. (*segue*) Il collegamento con altre liste e l’interesse degli amministratori uscenti alla rielezione. – 5. (*segue*) Il rischio di concerto. – 6. L’intervento della Consob e i possibili sviluppi normativi. – 7. Considerazioni conclusive.

1. Introduzione.

Le settimane di avvicinamento alla stagione assembleare appena trascorsa sono state scandite da un acceso dibattito intorno alla prassi, sempre più comune tra gli emittenti quotati, di attribuire al consiglio di amministrazione uscente, mediante l’introduzione di una apposita clausola statutaria, il potere di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell’organo amministrativo¹.

L’istituto – tipico delle *public companies* di matrice anglosassone, ove l’*incumbent board* svolge un ruolo centrale nella selezione dei

¹ Tra i contributi più significativi sull’argomento si segnalano, in particolare, A. PERRONE – G. STRAMPELLI (a cura di), *Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2022, 643 e ss.; G. MOLLO, *La clausola statutaria che consente al c.d.a. di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?*, in *Giur. comm.*, 2022, II, 520 ss.; G. BALLERINI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, IV, 2022, 745 ss.; M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma*, in corso di pubblicazione, nonché il più risalente *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell’organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 36 ss.; A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in questa *Rivista*, I, 2022; S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluida”:* prassi, problemi e prospettive, in *Riv. soc.*, 2021, IV, 705 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, V-VI, 2020, 1398 ss.; E. PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I; M. L. PASSADOR, *A quindici anni dall’introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1158 ss.; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.

propri successori² – ha trovato sistematica collocazione nel nostro ordinamento limitatamente al contesto della disciplina delle privatizzazioni. Al contrario, nessuna previsione venne dettata a riguardo con la c.d. Legge sul Risparmio (l. 262/2005), che ha esteso l’obbligatorietà del sistema del voto di lista, già previsto nel TUF per la nomina del collegio sindacale, anche all’elezione del consiglio di amministrazione delle società quotate³.

Come è noto, l’art. 147-ter TUF stabilisce che alla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione debba procedersi sulla base di liste di candidati presentate dagli azionisti titolari della quota minima di partecipazione determinata dallo statuto, comunque non superiore al quarantesimo del capitale sociale o alla diversa soglia stabilita dalla Consob. Nulla dice la legge in merito alla possibilità che lo statuto attribuisca tale facoltà anche al consiglio di amministrazione.

Nel silenzio del legislatore, iniziali perplessità sorsero in dottrina circa la legittimità di una simile clausola, in parte alimentate da una sentenza della Corte di Cassazione che ne aveva dichiarato l’illegittimità con riferimento alla nomina del collegio sindacale⁴. Ogni dubbio sull’argomento è stato tuttavia risolto in senso affermativo alla luce dell’evolversi delle prassi di mercato; sicché è ormai consolidata l’opinione secondo cui l’attribuzione della facoltà al consiglio uscente di presentare una lista di candidati, quando esercitata senza pregiudizio

² Per una ricognizione, cfr., *ex multis*, S. ALVARO – G. MOLLO – G. SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell’organo di amministrazione delle società quotate*, in *Quaderni giuridici Consob*, 1/2012; M. STELLA RICHTER Jr., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un’anomalia?* in *ASSONIME, Note e Studi*, 11, 2016.

³ E ciò, in particolare, perché nella prospettiva del legislatore delle privatizzazioni (art. 4 l. 474/1044) il voto di lista avrebbe dovuto consentire un’equa rappresentanza degli azionisti nelle società privatizzande, evitando sia acquisizioni del controllo del consiglio di amministrazione da parte di soggetti con esigue quote di capitale, sia fenomeni di c.d. *entrenchement*. In dettaglio, cfr. N. CIOCCA, cit., 9 ss.; S. ALVARO – G. MOLLO – G. SICILIANO, cit., 13 ss.

⁴ Cass. Civ., Sez I, 13 settembre 2007, n. 19160. Per un commento, cfr. A. GUICCIONE, *Il problema della validità della clausola che attribuisce agli amministratori di società quotata la facoltà di presentare una propria lista di candidati*, in *Giur comm.*, 2009, II, 54; P. FIORUZZI – M. LIONE, *Il problema delle clausole statutarie di società quotate che attribuiscono al consiglio di amministrazione il potere di presentare una lista per la nomina di amministratori e sindaci*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 91 ss.

al diritto degli azionisti di presentare proprie liste, rientri nelle sfere di competenza riservate all'autonomia statutaria⁵.

Ciò detto, posta l'ammissibilità in astratto della clausola, i più recenti sviluppi del dibattito sembrano attestarsi sulla valutazione dell'ampiezza della facoltà concessa agli amministratori uscenti di presentare una propria lista e sull'individuazione delle condizioni alle quali – in concreto – tale lista possa essere legittimamente presentata⁶.

Si tratta, come detto, di una prassi in crescente diffusione. Secondo i dati della Consob – recentemente pronunciatisi sul tema con un “richiamo di attenzione”⁷ – sono 52 le società ad aver statutariamente concesso tale facoltà al consiglio, mentre è ancora limitato il numero dei casi in cui la stessa è stata esercitata. All'atto pratico, le singole clausole appaiono strutturate in maniera decisamente eterogenea,

⁵ Legittimità peraltro segnalata sin dai primi commenti. Cfr., *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista*, cit., 2 ss. e *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il D.Lgs. 303/2006*, in CNN, *Studio n. 19-2007/I*; M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 221 ss. Per una ricostruzione dell'evoluzione dottrinale, cfr., *ex multis*, N. CIOCCA, cit., 402 ss.; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1405 ss.; S. CACCHI PESSANI, cit., 724 ss. Ancora aperta è invece la discussione sulla legittimità di una lista del consiglio in assenza di apposita previsione statutaria. Sul punto, in senso contrario, cfr. N. CIOCCA, cit., 404 ss.

⁶ Sul punto si rinvia, in particolare, alle considerazioni di G. BALLERINI, cit., 763 ss., ove, muovendo dai profili di criticità dell'istituto in esame – di cui si dirà in avanti – si sostiene che la lista del consiglio abbia una funzione «meramente suppletiva e residuale» rispetto alle liste presentate dai soci e che quest'ultima possa essere legittimamente presentata soltanto qualora «gli amministratori verifichino, con ragionevole probabilità e in ottemperanza ai loro doveri di correttezza e perseguimento dell'interesse sociale, che nel caso concreto nessuno dei soci è nelle condizioni di presentare una lista lunga (perché non vuole o non può)»; circostanza che, a ben vedere, determinerebbe una sostanziale paralisi del meccanismo del voto di lista. In senso parzialmente conforme, cfr. anche G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 522 ss. D'altra parte, si rileva come una simile soluzione risulterebbe eccessivamente penalizzante per il CdA che intenda presentare una propria lista, talché – nell'ottica di una auspicabile riforma – sarebbe opportuno prevedere un secondo termine, successivo alla presentazione delle liste, entro il quale chiunque ne abbia presentata una possa decidere di revocare la propria proposta. Cfr. M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 3 ss.

⁷ Cfr. CONSOB, *Richiamo di attenzione – La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio*, 21 gennaio 2022, par. 2.2, nota 8.

secondo meccanismi che rispecchiano le peculiarità dell'azionariato e della *governance* di ciascun emittente⁸. Inoltre, alcune società hanno adottato procedure *ad hoc* volte a stabilire i compiti e le funzioni degli organi sociali coinvolti nel procedimento di formazione della lista del consiglio e a regolarne le diverse fasi⁹.

Le ragioni che giustificano la diffusione del fenomeno sin qui descritto possono rinvenirsi nel mutamento degli assetti proprietari che ha interessato il mercato dei capitali italiano negli ultimi anni. All'entrata in vigore della Legge sul Risparmio, la maggior parte degli emittenti presentava un azionariato particolarmente concentrato, con un socio o un gruppo di soci saldamente in grado di indirizzare la volontà assembleare. In tale prospettiva, il voto di lista fu dunque pensato per garantire alle minoranze azionarie una adeguata rappresentanza in seno all'organo amministrativo¹⁰.

La progressiva apertura del mercato all'ingresso di investitori istituzionali, tanto italiani quanto stranieri, e il sempre maggior rilievo della partecipazione di questi ultimi nel capitale sociale degli emittenti, hanno progressivamente modificato tali equilibri, oggi decisamente meno cristallizzati; determinando l'insorgere di dinamiche profondamente diverse da quelle che guidarono il primo intervento del legislatore, rispetto alle quali la attuale cornice sistematica del voto di lista appare talvolta eccessivamente rigida e non del tutto idonea a carpire le evoluzioni del mercato¹¹.

⁸ Le peculiarità si attestano, ad esempio, nella previsione di *quorum* rafforzati per l'approvazione della delibera consiliare inerente alla presentazione della lista (lo statuto di Banco BPM, ad esempio, richiede il voto favorevole di 11 dei 17 consiglieri), o nella previsione di un obbligo di deposito e pubblicazione della lista con maggior anticipo rispetto al termine previsto dalla legge (come nel caso, tra gli altri, di Assicurazioni Generali, Prysmian e Unipol). Sul punto, S. CACCHI PESSANI, cit., 729.

⁹ Da ultimo – come noto – Assicurazioni Generali, la cui procedura è stata approvata il 27 settembre 2021 e successivamente modificata il 9 dicembre. Per un esame delle singole previsioni: <https://www.generalitaly.com/it/governance/board-of-directors/outgoing-board-of-directors-list>.

¹⁰ Cfr. S. ALVARO – G. MOLLO – G. SICILIANO, cit., 16 ss.; N. CIOCCA, cit., 6 ss.; G. BALLERINI, cit., 747 ss.

¹¹ Così, *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 4, ove si sottolinea che l'attuale sistema del voto di lista appare "invecchiato", essenzialmente, per le seguenti ragioni: (i) mutamento della tipologia di società quotata oggi presente sul mercato (con particolare riferimento alla composizione

In particolare, sebbene il mercato mostri tutt'ora la prevalenza di società con assetti proprietari concentrati, buona parte degli emittenti presenta una compagine azionaria maggiormente diluita¹², ove il primato dell'azionista (o degli azionisti) di maggioranza relativa rischia di essere costantemente messo in discussione dall'attivismo delle minoranze nella partecipazione ai processi decisionali¹³.

Va affermandosi, in altre parole, il modello delle c.d. *quasi-public companies* o società "a controllo fluido", in cui gli azionisti di rilievo strategico «non sono più in grado, da soli o congiuntamente ad altri, di predeterminare l'esito dell'assemblea e di disporre stabilmente della maggioranza dei voti»¹⁴.

In tale conteso, anche le funzioni del *board* hanno subito un progressivo mutamento. Nell'attuale realtà socio-economica, il consiglio di amministrazione diviene infatti centro di composizione di una pluralità di interessi, che vede nel perseguimento del "successo sostenibile" dell'emittente – e dunque nella «creazione di valore nel

dell'azionariato e ai relativi assetti proprietari); (ii) mutamento della «tipologia di azionista di mercato» rispetto alla cui figura erano state concepite le c.d. liste di minoranza (data la sempre maggior presenza, nell'attuale contesto di mercato, di investitori professionali o istituzionali stranieri, che tendono, come si dirà a breve, a gestire le proprie partecipazioni «in modo passivo»); (iii) riduzione degli spazi riservati all'autonomia statutaria, tali da rendere «poco tollerabile e poco competitivo il sistema italiano».

¹² In particolare, stando ai più recenti dati forniti dalla Consob, «a fine 2020 la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato rilevante delle società quotate italiane, sebbene in leggera diminuzione rispetto all'anno precedente, rimane più diffusa nel confronto con il dato di lungo periodo per i soggetti esteri (azionisti rilevanti in 50 imprese a fronte di 36 nel 2011) e registra un aumento per gli investitori italiani per la prima volta nell'ultimo decennio (18 società)». Cfr. CONSOB, *Rapporto 2021 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 4.

¹³ È il caso delle c.d. "maggioranze che diventano minoranze". Sul punto, *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr, *Il quadro legislativo italiano*, cit., 6 ss.; *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 5.

¹⁴ Così S. CACCHI PESSANI, cit., 706. Sul tema però, G. MOLLO, *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa*, in *Quaderni giuridici Consob* n. 9/2015, 34, precisa che si definisce come *quasi-public company* una società «in cui mancano azionisti di controllo ma è comunque presente un azionista (o un gruppo di soci) di riferimento che può risultare pivotale per le decisioni, pur rappresentando una minoranza del capitale in assemblea. Tale soggetto ha un vantaggio di posizione difficilmente scalfibile che espone la società a significativi rischi di conflitto di interesse».

lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli *stakeholder* rilevanti per la società»¹⁵ – la propria direttrice fondamentale.

Ne deriva una marcata accentuazione della funzione collegiale dell'organo amministrativo, che si riflette anche sui processi di selezione dei candidati e composizione dello stesso¹⁶.

In particolare, come ribadito nell'ultima versione del Codice di Corporate Governance, il consiglio cura che la nomina dei nuovi amministratori avvenga secondo criteri di trasparenza, e in modo funzionale a realizzare la composizione ottimale dello stesso. Gli strumenti di tale agire vengono individuati, tra l'altro, nell'attività di periodica autovalutazione del consiglio, nell'emanazione di orientamenti sul numero massimo di incarichi e sulla composizione ottimale dell'organo (anche tenendo conto dei criteri di *gender diversity*) e nell'istituzione di un comitato nomine, composto in maggioranza da amministratori indipendenti, che agevoli il consiglio in tutte le fasi del processo.

In un quadro così delineato, la nomina del nuovo *board*, lungi dall'essere un mero "affare tra soci"¹⁷, vede nell'organo amministrativo

¹⁵ Così il Codice di Corporate Governance nella definizione del termine «successo sostenibile». Sull'evoluzione delle funzioni del *board*, cfr., *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, I, 2019, 20 ss. e *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 416 ss., ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità* in *Note e Studi*, 6/2021.

¹⁶ E non potrebbe essere altrimenti, dal momento che le ragioni del coinvolgimento del *board* nei processi di selezione e nomina dei nuovi amministratori possono essere rinvenute nel generale dovere di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società, di cui tale organo è investito dalla legge. In tal senso, la presentazione di una lista del consiglio – oltre a rientrare nella facoltà degli amministratori di formulare proposte all'assemblea – è pertanto una attività compiuta nell'esercizio di una «funzione in senso tecnico [...] curando professionalmente un interesse altrui». Cfr., *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *In principio sono sempre le funzioni*, cit.; *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 4 ss. In senso contrario, cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 524 ss., per il quale il dovere degli amministratori di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società si collocherebbe «a valle rispetto alle "scelte organizzative di vertice"», quali la nomina del nuovo CdA, che invece rimangono in capo ai soci riuniti in sede assembleare.

¹⁷ Come nella tradizionale concezione del rapporto di *agency* tra soci (*principals*) ed amministratori (*agents*), per cui soltanto ai primi spetta il potere di nominare i secondi.

uno dei soggetti principali; e la presentazione di una lista del consiglio rappresenta un naturale esito di tali dinamiche, al punto che lo stesso Codice di Corporate Governance ne riconosce l'ammissibilità¹⁸.

I principali interrogativi circa la lista del consiglio si attestano, dunque, sul garantire che l'utilizzo di tale strumento avvenga in conformità con i principi e le procedure del voto di lista; e al riparo dal rischio che alcuni soci o lo stesso consiglio, a seconda dei casi, possano servirsene per finalità distorsive, influenzando illegittimamente il processo di nomina delle cariche sociali.

2. *Questioni interpretative scaturenti dall'evolversi delle prassi di mercato.*

Poste le basi per una collocazione sistematica dell'istituto, è possibile ora esaminare i profili di maggior rilievo interpretativo. Il fenomeno può essere infatti analizzato in diverse prospettive, a seconda che si tratti di società con azionariato diffuso ovvero di emittenti caratterizzati dalla presenza di uno o più azionisti di riferimento.

A una prima osservazione, la lista del consiglio può certamente fungere da elemento in grado di catalizzare i consensi di larga parte della compagine sociale; realizzando, in concreto, la funzione di centro unitario di composizione di interessi di cui il *board* è insignito dal Codice di Corporate Governance¹⁹.

L'argomento appare particolarmente valido con riferimento alle società la cui compagine azionaria risulta maggiormente frammentata.

¹⁸ Codice Corporate Governance, art. 4. Del resto, come osservato da M. STELLA RICHTER, *Profili attuali* cit., 425 – e da ultimo ribadito in *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 5 ss. – la presentazione di una lista del consiglio uscente risulta essere «dal punto di vista tecnico, lo strumento principe per rendere effettive le *diversity policies*, le raccomandazioni sulla composizione dei *board* nonché le periodiche autovalutazioni del consiglio di amministrazione», al punto che, in mancanza della possibilità di ricorrervi, i citati presidi rischierebbero di divenire semplici «esercizi di stile». In senso conforme, cfr. G. BALLERINI, cit., 754; A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 3 ss.; ASSONIME, *Il ruolo del board nel processo di nomina degli amministratori: dall'autovalutazione alla presentazione delle liste/dei candidati*, in *Interventi – ciclo seminari sulla corporate governance*, 15 marzo 2022.

¹⁹ Sul punto, cfr. M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CdA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *Il caso.it*, n. 1167, 11 ottobre 2021.

In queste ultime, specialmente in presenza di investitori istituzionali, per natura poco inclini – e impossibilitati da vincoli relativi al tipo di attività esercitata²⁰ – a presentare una lista “lunga” dalla quale eleggere la maggioranza dei consiglieri²¹, la lista del consiglio appare funzionale alla soluzione di numerosi problemi, oltre che ad un maggiore efficientamento dei c.d. *agency costs*. Vale sottolineare, a tal proposito, come la composizione di una lista di candidati in grado di coagulare consensi su larga scala possa infatti essere attività particolarmente dispendiosa e complessa; al punto da risultare sproporzionata rispetto all’entità del capitale investito da taluni investitori istituzionali o da altri soci con percentuali di partecipazione relativamente esigue.

Da non trascurare, inoltre, è l’eventualità che accordi o forme di cooperazione tra azionisti finalizzate alla presentazione di una lista “lunga” di candidati per l’elezione del consiglio di amministrazione possano integrare una fattispecie di azione di concerto, rilevante ai fini dell’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto²².

²⁰ Cfr. S. CACCHI PESSANI, cit., 718 ss. Sul punto, cfr. anche M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., nt. 11.

²¹ Come rilevato da M. STELLA RICHTER Jr., *Il quadro legislativo*, cit., 15 ss., in pratica, gli investitori istituzionali (e i fondi comuni in particolare) tendono a concentrare il loro impegno in un limitato numero di *blue chips* almeno per quanto riguarda il mercato italiano. In senso conforme, cfr. G. BALLERINI, cit., 751; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1404 ss.; S. CACCHI PESSANI, cit., 719 ss.; M. L. PASSADOR, cit., 1184 ss.

²² Come è noto, ai sensi dell’art. 101-bis, comma 4, TUF, per persone che agiscono di concerto si intendono soggetti che «cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio». L’ampiezza della citata definizione, introdotta nel nostro ordinamento in recepimento della c.d. direttiva *takeover* (Direttiva 2004/25/CE), ha dato corso ad un ampio dibattito in dottrina su quali comportamenti – al di fuori di quelli espressamente individuati dalla normativa vigente quali indici da cui l’esistenza di un concerto tra azionisti è legalmente presunta (e.g., la partecipazione ad un patto parasociale ex art. 122 TUF) – possano essere ricondotti in tale fattispecie. Particolare incertezza si riscontra con riferimento alle attività di coordinamento e cooperazione tra azionisti tipicamente rientrati nell’alveo dello *shareholder activism*, tra cui, naturalmente, quelle funzionali alla nomina del consiglio di amministrazione; con la conseguenza che la disciplina del concerto rischi di costituire, in determinate circostanze, una sorta di “ostacolo” alla attiva partecipazione di azionisti di minoranza e investitori istituzionali ai processi decisionali. Sul punto, *ex multis*, C. MOSCA, *Attivismo degli*

Sull'argomento ci si soffermerà in dettaglio più avanti. Per quanto di rilievo in questa sede, basti precisare che le attuali lacune del sistema normativo in tema di azione di concerto e OPA obbligatoria – ove l'ipotesi in esame non è tuttora disciplinata – espongono gli investitori istituzionali intenzionati a concorrere all'elezione della maggioranza del *board* al potenziale rischio di dover promuovere un'OPA che tendenzialmente esula dalle finalità dell'investimento di questi operatori²³.

Da tale angolazione, la lista del consiglio, specialmente in società a controllo fluido, appare pertanto funzionale a rafforzare l'autonomia dell'organo amministrativo rispetto agli azionisti di maggior rilevanza; facilitando la separazione tra proprietà e gestione e riducendo così il rischio che ai primi possa essere imputato l'esercizio di una influenza dominante sull'emittente²⁴.

D'altro canto, in presenza di un azionariato particolarmente diffuso, il rischio è che gli *incumbent directors* si avvalgano della posizione di vantaggio derivante dalle risorse e dal patrimonio di informazioni acquisite in ragione della carica al fine di assicurarsi che la lista del consiglio risulti vittoriosa rispetto a qualunque altra lista di emanazione sociale²⁵; garantendo una sorta di autoperpetuazione dell'organo amministrativo e ostacolando, di fatto, la partecipazione degli azionisti al processo di nomina del *management*. È il tema della c.d. autoreferenzialità del *board*, ampiamente affrontato nel dibattito

azionisti, voto di lista e «azione di concerto», in *Riv. soc.*, 2013, I, 118 ss. Della medesima autrice., cfr. anche *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, 2013.

²³ Rischio che potrebbe concretizzarsi, ad esempio, nella (pur remota) ipotesi in cui il complessivo ammontare delle partecipazioni degli investitori istituzionali – o, più in generale, degli azionisti di minoranza – che abbiano cooperato al fine di presentare una lista sia prossimo al raggiungimento di una delle soglie di cui all'art. 106 TUF, al superamento delle quali scatterebbe l'obbligo di OPA, e, nelle more, uno di tali azionisti abbia acquistato azioni sul mercato senza comunicarlo agli altri. Sul punto, cfr. S. CACCHI PESSANI, cit., 718 ss; G. BALLERINI, cit., 751 ss.

²⁴ In questi termini, M. VENTORUZZO, *Note*, cit. Sul punto, cfr. anche M. IRRERA, cit., 2. In senso contrario, cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 528 ss.

²⁵ Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui il consiglio sia l'unico soggetto ad aver presentato una lista lunga. In tal senso, verrebbe dunque a crearsi uno scenario nel quale «le risorse della società sono utilizzate in modo asimmetrico, cioè in modo tale da “svantaggiare” almeno uno dei soci nell'esercizio di un suo diritto». Così, G. BALLERINI, cit., 761. Sul punto, cfr. anche S. CACCHI PESSANI, cit., 730 ss; A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss.; N. CIOCCA, cit., 101 ss.

giuridico anglosassone, ma che, ad onor del vero, non sembra possa facilmente concretizzarsi in un mercato come quello italiano, che vede ancora la prevalente presenza di emittenti con azionariato concentrato.

La lista del consiglio può assumere connotati altrettanto ambivalenti quando immersa nel contesto di società la cui compagine sociale è caratterizzata dalla presenza di uno o più azionisti “forti”.

In una prima prospettiva, si possono senz’altro richiamare le considerazioni sulla funzionalità dello strumento a garantire la composizione ottimale dell’organo amministrativo; e a raccogliere, a valle dell’attività di autovalutazione del *board* e nella cornice del dialogo con gli azionisti, il più ampio consenso attorno ai nominativi proposti²⁶.

A tal proposito, si è rilevato in dottrina come la presentazione di una lista del CdA, in quanto frutto di processi atti a garantirne la composizione ottimale, possa certamente mitigare il rischio che il socio di maggioranza presenti liste di candidati di suo gradimento, ma “non idonei” a farsi carico del *management* della società²⁷. Del pari, è stato sottolineato come la lista del consiglio possa agevolare una maggior inclusione nel processo di nomina del *board* da parte dei soci di minoranza (anche quando si tratti di investitori istituzionali), il cui consenso potrebbe confluire su quest’ultima, evitando l’instaurarsi di una dialettica competitiva con i gruppi di comando²⁸. Allo stesso tempo, la compartecipazione degli azionisti alla formazione della lista del consiglio avrebbe l’ulteriore pregio di contenere il rischio di favoritismi da parte degli amministratori in carica nella selezione dei propri

²⁶ M. STELLA RICHTER Jr., *In principio sono sempre le funzioni*, cit., 27 ss.; *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 4 ss.

²⁷ Così, A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss. In senso parzialmente difforme, cfr. G. BALLERINI, cit., 764 ss., la quale rileva che, se è vero che le attività compiute dal *board* con riferimento, ad esempio, all’emanazione delle linee guida e degli orientamenti sulla composizione ottimale del consiglio (cui spetterà ai soci che intendano presentare una lista decidere se adeguarvi) risultino funzionali (e opportune) per la migliore composizione delle liste, non si possa, per ciò solo, giustificare una “indiscriminata” facoltà per il consiglio uscente di presentare una propria lista. Sul punto, cfr. anche G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 526 ss.

²⁸ Per le considerazioni sin qui esposte, cfr. A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss.

successori (c.d. *cronyism*), che dovrebbe pertanto essere effettuata tenendo conto delle preferenze dei soci²⁹.

Posta la bontà di tali considerazioni, la presentazione di una lista del consiglio in emittenti a proprietà concentrata presenta altrettanti profili di complessità. Il più concreto ed evidente rischio, in tal senso, è che la lista degli *incumbent directors* sia in realtà strumentalizzata dagli azionisti o dall'azionista "forte" al fine di indirizzare l'elezione dell'organo amministrativo – e di riflesso le scelte gestionali della società – a discapito della rappresentatività e degli interessi delle minoranze.

In quest'ottica, anziché catalizzatore di consensi, la lista del consiglio diverrebbe un espediente al servizio dei soci più influenti; i quali, celandosi dietro «l'aura di indipendenza e di maggiore forza persuasiva»³⁰ dello strumento, potrebbero servirsene per offuscare la trasparenza dei processi di selezione dei candidati e di composizione della lista, alterandone la regolare competizione con le liste presentate dai soci.

Allo stesso modo, la formale terzietà della lista del consiglio rispetto alle liste di emanazione sociale potrebbe fungere da scudo per occultare eventuali rapporti di collegamento tra quest'ultima e la lista presentata dal gruppo di comando – specialmente quando alcuni di tali soci, come spesso accade, siano al contempo membri del *board* – con potenziali risvolti anche sul piano della già accennata ipotesi dell'azione di concerto.

Ripercorrendo i confini dell'istituto alla luce dei principi cardine del sistema del voto di lista – e nella momentanea assenza di una presa di posizione del legislatore – risulta pertanto essenziale che gli emittenti implementino adeguati presidi al fine di assicurare la trasparenza dei meccanismi di formazione e presentazione della lista del consiglio; e, più in generale, che sia garantita adeguata tutela dell'interesse degli azionisti di minoranza a non veder pregiudicato il proprio diritto di concorrere nei processi di nomina dei gestori della società³¹.

²⁹ A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss.

³⁰ Così, M. IRRERA, cit., 2. Sul punto, cfr. anche G. BALLERINI, cit., 759 ss.

³¹ Così, E. Pucci, cit., 16.

3. *Profili applicativi: la lista del consiglio “seconda classificata”.*

Le considerazioni sin qui effettuate trovano riscontro in questioni di non facile soluzione sul piano applicativo. Per meglio inquadrarne la portata, occorre rammentare che il sistema del voto di lista riserva la nomina di almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione alla «lista di minoranza» che abbia ottenuto il maggior numero di voti; e che, a sua volta, non risulti in alcun modo «collegata, neppure indirettamente», con i soci che hanno presentato o votato la lista più suffragata all'esito delle votazioni (art. 147-ter, comma 3, TUF).

Alla luce di quanto sopra, ci si interroga anzitutto sulla sorte della lista del consiglio nell'ipotesi in cui, all'esito delle votazioni, questa risulti seconda classificata rispetto ad altra lista “lunga” presentata dai soci³². In particolare, si discute se dalla lista degli amministratori uscenti possano comunque eleggersi i restanti consiglieri – con la conseguenza che sarebbe quest'ultima ad assurgere al rango di lista di minoranza – ovvero se i seggi vacanti debbano essere assegnati a candidati provenienti da una eventuale terza lista, maggiormente rappresentativa delle minoranze azionarie.

Il dibattito sul tema rimane ancora sostanzialmente aperto. Da un lato si colloca chi, intravedendo nella lista del consiglio una connotazione di per sé “maggioritaria”, sostiene che da quest'ultima non possano in alcun caso essere tratti gli amministratori di minoranza³³. In tale prospettiva, la lista del consiglio sarebbe sostanzialmente equiparabile a quella presentata dai soci di riferimento; e per ciò stesso dovrebbe essere sopravanzata dalla lista che, pur avendo raccolto un minor numero di preferenze, risulti più vicina ai soci di minoranza³⁴.

³² Interrogativo che non si porrebbe, invece, qualora si aderisse alla tesi della funzione “suppletiva” della lista del consiglio, che dovrebbe pertanto essere presentata soltanto in assenza di un'altra lista lunga presentata dai soci. Cfr. G. BALLERINI, cit., 771 ss.

³³ Così, M. IRRERA, cit., 3. In senso conforme N. CIOCCA, cit., 408.

³⁴ Come evidenziato da M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1410, che pur si esprime in senso sfavorevole a questa prima interpretazione, deporrebbero in favore di tale tesi lo stesso dato letterale dell'art. 147-ter TUF, ove si fa espresso riferimento a «liste presentate da soci», e più in generale lo spirito del sistema del voto di lista, improntato alla tutela degli azionisti di minoranza.

In senso opposto, si è rilevato come equiparare la lista del consiglio alla lista dei soci di controllo implicherebbe ammettere – in maniera del tutto aprioristica – che l’organo amministrativo operi come *longa manus* di questi ultimi; con la conseguenza che tutti i presidi di *corporate governance* in materia di composizione e funzionamento del *board* risulterebbero privi di significato.

Proseguendo su questa linea di pensiero, si sottolinea, invece, come a prevalere debba essere la volontà dei soci espressa in sede assembleare. Pertanto, una volta introdotta in statuto la clausola che ammette la presentazione di una lista del consiglio, non si vede perché da questa non possano trarsi gli amministratori che la legge vuole espressione della minoranza, quando a determinare tale circostanza sia stato l’esito delle votazioni. Sostenere il contrario vorrebbe dire, in ultima istanza, sacrificare il volere degli azionisti in nome di una (soltanto) supposta subordinazione del consiglio ai gruppi di comando³⁵.

Ciò detto, è opportuno sottolineare come diversi emittenti abbiano adottato apposite disposizioni statutarie al fine di “neutralizzare” il problema, introducendo, in diversi casi, meccanismi di elezione dei consiglieri di minoranza tali da assicurare una rappresentanza nel *board* anche ad una eventuale terza lista presentata dai soci di minoranza³⁶.

4. (segue) *Il collegamento con altre liste e l’interesse degli amministratori uscenti alla rielezione.*

In una prospettiva più ampia, il problema si sposta dunque sull’individuazione delle ipotesi in cui la lista del consiglio possa dirsi “collegata” con altre liste presentate dai soci, in particolar modo quella facente capo agli azionisti di maggioranza³⁷; collegamento che, ove

³⁵ In questo senso, cfr. A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 14; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1411 ss.

³⁶ È il caso, ad esempio, dell’ultima versione dello statuto di Mediobanca – il cui testo previgente escludeva, invece, che i consiglieri di minoranza potessero essere eletti dalla lista del consiglio seconda classificata – nonché degli statuti di Prysmian e Generali. Sul punto, M. VENTORUZZO, cit., 1411 ss.

³⁷ E ciò perché, come rilevato da S. CACCHI PESSANI, cit., 726, «l’amministratore “di minoranza” rimane tale anche se è tratto da una lista presentata dal consiglio, nella misura in cui non constino rapporti di collegamento rilevanti con i soci che hanno presentato o votato la prima lista e così dispongano i soci votando in assemblea».

sussistente, imporrebbe di escludere i candidati proposti dagli amministratori uscenti dalla selezione dei nuovi consiglieri di minoranza.

Un primo elemento di incertezza, in tal senso, risiede nel problematico adattamento della cornice normativa in materia di collegamento tra liste alla presentazione di una lista da parte del CdA.

Anzitutto, per la nozione di collegamento occorre riferirsi alla regolamentazione secondaria, in particolare all' art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti. La disposizione in commento – volta a disciplinare l'elezione dell'organo di controllo, ma applicabile anche alla nomina del consiglio di amministrazione³⁸ – definisce un elenco di fattispecie, peraltro non tassativo³⁹, in presenza delle quali si presume la sussistenza un collegamento «fra uno o più soci di riferimento e uno o più soci di minoranza»⁴⁰. Stando al tenore letterale della norma, sembrerebbe dunque che la presenza di rapporti di collegamento debba essere valutata soltanto nei riguardi degli azionisti che hanno presentato le liste, a nulla rilevando, invece, eventuali legami tra la lista del consiglio e le liste dei soci.

Eppure, come già evidenziato in precedenza, è innegabile che nell'assetto organizzativo degli emittenti quotati (specialmente in società con azionariato concentrato) possano instaurarsi solide relazioni di fiducia tra gli esponenti di spicco del *management* e l'azionista di

³⁸ Come peraltro chiarito dalla stessa Consob, Comunicazione n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009. Per una diffusa trattazione del tema del collegamento tra liste, cfr. N. CIOCCA, cit., 429 ss.

³⁹ Cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1413.

⁴⁰ Si tratta, in particolare, delle seguenti ipotesi: (i) rapporti di parentela; (ii) appartenenza al medesimo gruppo; (iii) rapporti di controllo tra una società e coloro che la controllano congiuntamente; (iv) rapporti di collegamento ai sensi dell'articolo 2359, comma 3 del codice civile, anche con soggetti appartenenti al medesimo gruppo; (v) svolgimento, da parte di un socio, di funzioni gestorie o direttive, con assunzione di responsabilità strategiche, nell'ambito di un gruppo di appartenenza di un altro socio; (vi) adesione ad un medesimo patto parasociale previsto dall'articolo 122 TUF avente ad oggetto azioni dell'emittente, di un controllante di quest'ultimo o di una sua controllata. Per una ricostruzione della fattispecie del collegamento tra liste, cfr. CETRA – PORTALE, *Sul "collegamento" tra liste in caso di voto di lista per la nomina dei componenti del c.d.a. di una s.p.a. chiusa*, in *Vita not.*, 2018, 1103 ss.

maggioranza, che tendenzialmente ne propone la nomina e ne determina l'elezione⁴¹.

Da qui la necessità di estendere il sindacato sull'esistenza di rapporti di collegamento alle circostanze in cui si possa desumere, anche in via presuntiva, che la lista del consiglio e quella del socio di controllo siano imputabili «a un'unica volontà, frutto di un verosimile agire coordinato»⁴²; configurando scenari assimilabili a quelli contemplati dall'art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti.

Tale scrutinio andrebbe dunque effettuato tenendo in considerazione le specificità di ciascun caso concreto, al fine di evitare, per l'appunto, che la lista del consiglio sconti una indebita influenza da parte dei gruppi di comando o sia espressione della volontà di questi ultimi⁴³.

D'altro canto, è pur vero che il citato approccio non consentirebbe di disporre di criteri univoci per la valutazione di eventuali rapporti di collegamento; con il rischio che la questione assuma contorni di litigiosità tali da sfociare in un contenzioso⁴⁴.

In assenza di una cornice normativa ben definita, l'attenzione deve dunque rivolgersi, ancora una volta, all'adozione di meccanismi statutari che consentano di escludere eventuali collegamenti tra la lista del consiglio e altre liste, o quantomeno di limitarne il rischio.

Alla luce del dibattito dottrinale sull'argomento, la soluzione apparentemente più idonea al conseguimento di tale risultato è quella che ascrive particolare rilievo al coinvolgimento del comitato nomine nelle fasi di composizione e approvazione della lista del consiglio⁴⁵.

Tale comitato – che il Codice di Corporate Governance richiede sia composto in prevalenza da amministratori indipendenti – dovrebbe

⁴¹ Su tutti, Amministratore Delegato e presidente del CdA; cariche che non di rado vengono attribuite a esponenti di rilievo strategico nel gruppo dell'azionista di maggioranza (o comunque molto vicini allo stesso). In senso conforme, cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1413 ss.

⁴² M. VENTORUZZO, *Ivi*. In senso conforme, A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 11 ss.

⁴³ Per una rassegna dei casi in cui è presumibile che vi sia un collegamento tra lista del consiglio e socio, cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, 1414 ss.

⁴⁴ E ciò specialmente quando le circostanze dalle quali si desume la sussistenza del collegamento possano integrare una ipotesi di concerto, di cui si dirà a breve. Sul punto, A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 12.

⁴⁵ Come peraltro già previsto dal Codice di Corporate Governance, cfr. Art. 4, Racc. 19 e 20.

essere infatti investito di un ampio potere di valutazione delle candidature, il cui esame dovrebbe tener conto delle risultanze dell'autovalutazione compiuta dal consiglio stesso e, più in generale, dei principi sanciti dall'autodisciplina per l'ottimale composizione dell'organo amministrativo⁴⁶. In tale prospettiva, l'approvazione della lista del consiglio da parte del comitato nomine, a maggior ragione ove ottenuta con il parere favorevole della maggioranza dei membri indipendenti dello stesso, varrebbe come presidio di garanzia per scongiurare la presenza di collegamenti tra quest'ultima e la lista presentata dai soci di controllo⁴⁷.

Soluzioni altrettanto valide potrebbero consistere, inoltre, nella previsione in statuto – o anche soltanto nel regolamento del consiglio stesso – di un meccanismo che, in analogia con la disciplina delle operazioni con parti correlate, richieda il voto favorevole di tutti i membri del consiglio uscente dotati dei requisiti di indipendenza (se non, addirittura, dei consiglieri uscenti espressione della minoranza)⁴⁸.

Da una diversa ed ulteriore angolazione, un rapido cenno merita l'analogo problema di "trasparenza" che potrebbe configurarsi nell'ipotesi in cui alcuni amministratori uscenti siano stati riproposti come candidati nella lista del consiglio.

In tal caso, più che sul collegamento con eventuali liste di emanazione sociale, la questione si attesterebbe sull'eventuale interesse alla rielezione di questi ultimi, riconducibile alle fattispecie di

⁴⁶ Sul punto, cfr. P. MARCHETTI et al., *Uno sguardo alla governance delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2018, 265, ove: «il Comitato Nomine è chiamato a svolgere un ruolo centrale nel caso in cui lo statuto preveda la possibilità di presentare una lista da parte del consiglio uscente». Sulla centralità del comitato nomine nei processi di valutazione e composizione della lista, si veda anche E. PUCCI, cit., 16.

⁴⁷ Cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1416. Sul punto, si veda anche A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 16, per i quali, in particolare, l'attestazione rilasciata dai membri indipendenti del comitato nomine in merito all'assenza di collegamenti tra la lista del consiglio e le altre liste avrebbe una funzione equiparabile a quella svolta dall'autodichiarazione che i soci di minoranza sono tenuti a depositare al momento della presentazione della propria lista ai sensi dell'art. 144-sexies del Regolamento Emittenti; volta ad attestare, per l'appunto, l'assenza di collegamenti tra la lista da questi ultimi presentata e le liste presentate dai soci di controllo o di maggioranza relativa. In senso parzialmente contrario, M. IRRERA, cit., 4.

⁴⁸ M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1416. In ogni caso, come sottolineato dall'autore, ampi sono i margini di discrezionalità riservati all'autonomia statutaria, a seconda delle specificità della struttura di *governance* di ciascun emittente.

cui all'art. 2391 c.c.; che potrebbe pertanto influenzarne la votazione in merito all'approvazione della lista.

In proposito, se appare certamente opportuno che gli amministratori portatori di un interesse all'adozione di tale delibera ne diano notizia al consiglio prima della votazione, vale segnalare come anche in tale circostanza un coinvolgimento del comitato nomine nella selezione dei candidati da sottoporre all'approvazione dell'organo amministrativo – specie ove i membri del comitato non rientrino tra i nominativi proposti – sia funzionale a garantire la maggiore indipendenza della lista del consiglio, oltre che a scongiurare i rischi di collegamento con altre liste menzionati in precedenza⁴⁹.

5. (segue) *Il rischio di concerto.*

Nel corso della trattazione si è più volte evidenziato come la presentazione di una lista per l'elezione del consiglio di amministrazione presupponga una fisiologica e prodromica fase di consultazione e cooperazione tra azionisti – o tra azionisti e membri del consiglio uscente – al fine di raggiungere una comune intesa sui nominativi dei candidati da presentare ed eleggere.

Tale circostanza pone rilevanti interrogativi in merito alla possibilità che le suddette forme di cooperazione possano configurare una azione di concerto ai sensi dell'art. 101-bis TUF; determinando, al superamento delle soglie di partecipazione stabilite dal successivo art. 106 TUF, il sorgere di un obbligo di OPA in capo ai potenziali concertisti.

Il tema risulta tuttora irrisolto e, come intuibile, particolarmente problematico quanto ai possibili risvolti che potrebbero derivarne per l'equilibrio degli assetti proprietari e la contendibilità degli emittenti⁵⁰.

⁴⁹ Sul punto, oltre che sulla riconducibilità dell'interesse alla "rielezione" dei consiglieri alla fattispecie di cui all'art. 2391 c.c., cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1421 ss. Si discute, invece, se in caso di eventuale astensione dalla votazione, gli amministratori portatori di un interesse all'adozione della delibera debbano concorrere o meno alla formazione del *quorum* deliberativo. Per un approfondito esame, non riproponibile in questa sede, si rinvia a A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 16 ss.

⁵⁰ Basti pensare, a titolo esemplificativo, all'ipotesi in cui l'obbligo di OPA sorga in capo ad investitori istituzionali che abbiano raggiunto intese per la presentazione

A tenore dell'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti, sono infatti espressamente esclusi dall'ambito di applicazione della disciplina dell'azione di concerto soltanto quegli accordi e quelle forme di cooperazione tra azionisti il cui obiettivo sia, rispettivamente, presentare o far confluire voti su una lista di minoranza; cioè una lista che presenti un numero di candidati inferiore alla metà dei componenti dell'eligendo consiglio o sia «programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza». Per converso, non trovano espressa collocazione nella cornice normativa e regolamentare in materia, e pertanto «continuano a correre in parallelo alla nozione di persone che agiscono di concerto»⁵¹, le fattispecie in cui ad essere presentata sia una lista “lunga”, in grado di eleggere la maggioranza dei membri del nuovo consiglio di amministrazione.

Anche in questo caso, fatte salve le ipotesi in cui la presentazione congiunta della lista derivi dall'esecuzione di un patto parasociale ex art. 122 TUF, con il conseguente impegno a votarne i candidati in assemblea – fattispecie rientrante *ope legis* nell'ambito di applicabilità dell'azione di concerto⁵² – l'indagine sulla sussistenza di un agire

di una lista congiunta, pur non intendendo in alcun modo conseguire una posizione di controllo sulla società. Sul punto, si rinvia al par. 2, nt. 22-23.

⁵¹ Così, C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, cit., 144. In argomento, cfr. anche S. CACCHI PESSANI, cit., 717 ss. e i recenti contributi di M. IRRERA, *La dittatura della lista del CdA: ovvero il nuovo che avanza? Brevi note*, in *ILCASO.it*, 4 aprile 2022 e M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci: ovvero l'OPA che avanza? Brevissime note*, in *ILCASO.it*, 6 aprile 2022. Inoltre, è utile rammentare che nel documento di consultazione del 18 febbraio 2011, pubblicato dalla Consob nel contesto del recepimento nel Regolamento Emittenti della Direttiva *takeover*, l'Autorità tenne a sottolineare che la cooperazione tra più soggetti al fine di presentare una lista per l'elezione della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione potrebbe costituire un valido indizio ai fini dell'accertamento di un'azione di concerto, in quanto: «[la] presunzione negativa di concerto per coloro che presentano una lista volta all'elezione della minoranza degli amministratori potrebbe indicare, a contrario, che l'attività di collaborazione per la presentazione di una lista volta all'elezione della maggioranza, pur non costituendo una presunzione relativa, rappresenta comunque indizio che, unitamente ad altri elementi potrà portare ad individuare un'azione di concerto».

⁵² E ciò in forza dell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis* TUF, che presume l'esistenza di un agire concertato in capo ai soggetti aderenti ad un patto, anche nullo, di cui all'art. 122, lett. a), b), c) e d) TUF (*i.e.*, sindacati di voto, sindacati di blocco, sindacati di acquisto e patti aventi ad oggetto l'esercizio, anche congiunto, di una influenza

concertato andrebbe effettuata sulla base di elementi natura fattuale, a seconda delle specificità di ciascun caso concreto.

Sulla scia dell'approccio adottato in relazione alle fattispecie di collegamento tra liste, un simile accertamento dovrebbe essere condotto, in particolare, tenendo conto delle peculiarità della struttura e dell'azionariato del singolo emittente; al fine di dedurre se le forme di accordo e cooperazione funzionali alla presentazione della lista nascondano l'intento, da parte dei potenziali concertisti, di acquisire o consolidare una determinata posizione di controllo e influenza sulla società⁵³.

Riflettendo tali considerazioni nello specifico scenario in cui una lista sia presentata dal consiglio uscente, si è rilevato come molte delle attività che, ove poste in essere dai soci, potrebbero astrattamente configurare una fattispecie di concerto, rientrano, per la verità, nelle normali attribuzioni del *board* quale organo deputato al perseguimento dell'interesse sociale.

Il riferimento, in particolare, è ai momenti di dialogo e interlocuzione tra amministratori e azionisti che contraddistinguono le fasi preliminari alla presentazione della lista, con l'obiettivo di coagulare il più ampio consenso intorno alla medesima. Circostanze che, a ben vedere, trovano fisiologica collocazione nella cornice delle attività di *engagement* tra il consiglio di amministrazione e le varie componenti della compagine sociale⁵⁴; e che anzi sono strettamente

dominante sull'emittente). Sul punto, per tutti, C. MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, cit., 148 ss.

⁵³ A tal proposito, l'opinione maggioritaria appare orientata nel ritenere che gli accordi e la cooperazione tra azionisti in merito alla presentazione congiunta di una lista di candidati non integrino gli estremi dell'azione di concerto – e dunque non siano riconducibili ad un patto parasociale – quando tali attività abbiano un carattere “occasionale”, circoscritto ad una sola assemblea, e da esse non derivi alcun impegno alla votazione della lista così presentata. Cfr., *ex multis*, G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 127 ss., M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1417 ss., C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, cit., 139 ss., A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 419 ss. In senso parzialmente difforme, M. L. PASSADOR, cit., 1181 ss.

⁵⁴ In generale, sul tema del dialogo con gli azionisti, di grande attualità nel contemporaneo dibattito sulla corporate governance, si rinvia, tra gli altri, ai recenti contributi di S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale* n. 441, 2022, di M. BIANCHI – M.

inerenti alla predetta funzione del *board* quale centro di composizione della pluralità di interessi degli azionisti, oltre a essere coerenti con il potere del consiglio di presentare proposte all'assemblea⁵⁵.

Tuttavia, se da un lato è corretto ritenere che il dialogo tra i membri del CdA e gli azionisti sia di norma strumentale all'esercizio delle funzioni attribuite al *board* stesso, viene parimenti rilevato come la presentazione della lista del consiglio potrebbe, sulla base di elementi di fatto, costituire un momento nel quale tale dialogo finisce per incidere indirettamente anche sull'interesse dei soci.

Il discorso si ricollega, ancora una volta, ai profili patologici connessi all'istituto in esame e, in particolare, ai casi in cui la lista del consiglio sia strumentalizzata da parte di alcuni azionisti "forti"; i quali, sfruttando la vicinanza con i rappresentanti da essi nominati in seno al CdA, si servano di tale mezzo per esercitare la propria influenza sull'emittente, facendo in modo che la lista del consiglio sia in realtà espressione delle proprie preferenze.

Anche in questo caso, tuttavia, la configurabilità di un'azione di concerto in capo a tali soggetti non potrà prescindere da una analisi di natura fattuale, all'esito della quale venga riscontrato, ad esempio, che la lista del consiglio sia in realtà utilizzata per «sostituire liste che essi avrebbero altrimenti dovuto presentare direttamente»⁵⁶.

Alla luce di quanto sopra, il dibattito dottrinale va dunque rivolgendosi all'analisi della potenziale "disparità di trattamento" che verrebbe a crearsi, nella prospettiva appena esposta, in un confronto tra la lista del consiglio e un'altra lista "lunga" presentata congiuntamente da più azionisti.

In particolare, si rileva che gli ampi margini di manovra riservati al consiglio di amministrazione sotto l'egida delle proprie attribuzioni (*engagement* con azionisti e *stakeholders*, rapporti con i *proxy advisors* nella fase di sollecitazione delle deleghe di voto, ecc.), per ciò stesso sollevati dall'incombenza di eventuali rischi di concerto, porrebbero gli

MATEJA, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, V-VI, 1324 ss. e M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, *ivi*, 1350 ss.

⁵⁵ Ferme restando, naturalmente, le limitazioni imposte dalla legge e dallo statuto sociale. Cfr. S. CACCHI PESSANI, cit., 732; M. IRRERA, *La dittatura della lista del CdA*, cit., 4.

⁵⁶ S. CACCHI PESSANI, cit., 733.

azionisti su un piano di indebito svantaggio, derivante dal fatto che soltanto questi ultimi rischierebbero di vedersi soggetti, all'esito della presentazione della lista e fermo restando il superamento delle soglie rilevanti, all'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto⁵⁷.

Pertanto, in mancanza di un auspicato intervento del legislatore a meglio delineare i confini tra la cooperazione finalizzata alla presentazione di una lista di maggioranza e l'azione di concerto, è stato paventato il rischio che i soci di maggioranza, sempre meno propensi alla presentazione di una propria lista, facciano confluire il consenso verso una lista "camuffata" presentata dal consiglio di amministrazione; alimentando, di fatto, una sorta di dittatura delle lista del consiglio e rischio di autoperpetuazione del *board* a questa collegato⁵⁸.

In senso contrario, nell'interpretazione che si ritiene qui maggiormente condivisibile, è stato segnalato come il rischio di concerto sia strettamente connaturato alla stessa qualità di azionista. Pertanto, dovrebbe ritenersi del tutto coerente con la *ratio* della disciplina dell'azione di concerto – *i.e.*, evitare che taluni azionisti, agendo in maniera coordinata, acquisiscano o rafforzino il controllo sulla società, nel caso concreto nominando la maggioranza dei consiglieri – che l'eventuale incombenza dell'obbligo di OPA gravi solo ed esclusivamente sui soci⁵⁹.

E del resto non si vedrebbe su quali presupposti possa poggiare un obbligo di OPA rispetto ai gestori dell'emittente, i quali, «in quanto tali, non detengono e non possono detenere il controllo dell'emittente che amministrano»⁶⁰, anche laddove la lista da questi presentata sia in grado di raccogliere la maggioranza dei consensi in assemblea.

In tale prospettiva, inoltre, ammettere *ex ante* che anche la presentazione di un'altra lista "lunga" – figlia dell'accordo comune di

⁵⁷ M. IRRERA, *La dittatura della lista del CdA*, cit., 4.

⁵⁸ *Ibidem*. Sul punto, cfr. anche G. BALLERINI, cit., 762 ss.

⁵⁹ Per tali considerazioni, M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci*, cit., 2 ss.

⁶⁰ , M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci*, cit., 2 ss., ove si enfatizza come, in altri termini, ammettere una simile possibilità «sarebbe un po' come lamentare una disuguaglianza tra un monopolista e un concorrente privo di posizione dominante perché solo il primo, e non il secondo, rischierebbe sanzioni *antitrust* imponendo prezzi d'acquisto ai consumatori o segmentando i mercati».

più azionisti e alternativa alla lista del consiglio – non integri i presupposti dell'azione di concerto in capo ai soci che l'hanno presentata, potrebbe creare un pericoloso precedente per eludere la disciplina del concerto, in particolar modo nei casi in cui la predetta lista non debba competere con alcuna altra concorrente, così indebolendo gli stessi principi che supportano la disciplina dell'OPA obbligatoria⁶¹.

Al di là delle diverse angolazioni dalle quali è possibile inquadrare il fenomeno, risulta comunque evidente come la labilità dei confini che separano l'azione di concerto dalle diverse e meno intense forme di “agire coordinato” tra azionisti – o tra questi e gli amministratori uscenti – al fine di presentare una lista per l'elezione della maggioranza dei consiglieri, non consenta di determinare con certezza se e in quali circostanze una forma di concerto possa ritenersi sussistente. In assenza di criteri univoci che agevolino l'attività dell'interprete, qualsiasi valutazione non potrà pertanto dirsi conclusiva, dovendo necessariamente “fare i conti”, in ultima istanza, con le specificità di ciascun caso.

6. *L'intervento della Consob e i possibili sviluppi normativi*

L'evolversi del dibattito intorno alla lista del consiglio, ulteriormente amplificato dal rilievo mediatico delle vicende degli ultimi mesi⁶², ha fornito un decisivo impulso verso un primo pronunciamento dell'Autorità di Vigilanza. Quest'ultima, accogliendo le istanze della dottrina che ne invocava l'intervento, si è infatti recentemente espressa sull'argomento con il già citato “richiamo di attenzione”, pubblicato lo scorso 21 gennaio all'esito di una consultazione con il mercato⁶³.

⁶¹M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci*, cit., 3.

⁶² Il riferimento è alla nota vicenda del rinnovo del Consiglio di Amministrazione di Assicurazioni Generali S.p.A., da cui peraltro trae origine il Richiamo di Attenzione, culminata lo scorso 29 aprile 2022 con la vittoria in assemblea della lista del CdA. Per una ricostruzione dei fatti, cfr. Per una ricostruzione, cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 520 ss.

⁶³ Cfr. CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit. Per i primi riscontri sul documento, cfr. COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO E DEGLI INVESTITORI (di qui in avanti, “COMI”), *Parere in merito al richiamo di attenzione concernente la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo*

Postulata l'ammissibilità della lista del CdA anche nel nostro ordinamento⁶⁴, il documento, di cui la Consob chiarisce la natura non regolamentare, formula una serie di osservazioni – richiami di attenzione, per l'appunto – sulle diverse criticità connesse all'istituto in esame; che ciascun emittente è invitato a tenere in considerazione in sede di adozione di una lista del consiglio⁶⁵.

Concentrando l'analisi sugli aspetti di maggior interesse in questa sede, risulta essenziale, a giudizio dell'Autorità, che sia garantita «la più ampia trasparenza» dell'intero processo di composizione e presentazione della lista del CdA; al fine di prevenire, a seconda dei diversi scenari, il verificarsi dei citati rischi di autoreferenzialità e autoperpetuazione dell'organo ovvero, specialmente in presenza di azionisti “forti”, al fine di evitare che la lista del consiglio venga utilizzata come strumento per pilotare l'elezione del nuovo *board* a discapito degli interessi dei soci di minoranza.

A tal proposito, si rileva come, in linea con lo sviluppo della prassi, la preventiva adozione e pubblicazione di una apposita procedura atta a regolare i meccanismi di composizione della lista del consiglio e disciplinare i compiti degli organi coinvolti, possa contribuire alla maggiore *accountability* dell'intero processo⁶⁶.

Dal punto di vista sostanziale, particolare rilievo viene attribuito dalla Consob al coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella formazione e presentazione della lista del consiglio. In particolare, nel

consiglio, dicembre 2021; ASSONIME, *Risposta alla consultazione Consob sul documento “la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio - richiamo di attenzione”*, in *Interventi e Consultazioni*, 16/2021.

⁶⁴ E in effetti, nonostante l'Autorità si astenga dal prendere esplicita posizione in merito, l'ammissibilità della clausola sembrerebbe essere il presupposto delle considerazioni contenute nel richiamo di attenzione. Cfr. G. BALLERINI, cit., 754.

⁶⁵ Un primo rilievo, da questo punto di vista, sembrerebbe attestarsi proprio sul carattere non omogeneo dei richiami di attenzione formulati dalla Consob. Pur nello spirito di flessibilità che caratterizza lo strumento del “richiamo di attenzione”, si rileva che alcune delle osservazioni ivi formulate, ad esempio, sembrerebbero indicare specifiche raccomandazioni per le società, mentre in altri casi si limiterebbero a riportare le prassi già adottate, senza indicare se la Consob abbia un'aspettativa di adeguamento in tal senso. Sembrerebbe pertanto auspicabile che talune di queste previsioni vengano riformulate, per meglio chiarire l'intento dell'Autorità. Sul punto, cfr. ASSONIME, *Risposta alla consultazione*, cit., 2; e COMI, *Parere*, cit., 5.

⁶⁶ CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3. lett. a).

solco dei principi e delle *best practices* individuati dal Codice di Corporate Governance, si richiama l'importanza del supporto del comitato nomine, composto in maggioranza da indipendenti, nelle varie fasi di composizione della lista del CdA⁶⁷.

Se tale considerazione risulta pienamente condivisibile, non poche perplessità si rilevano, invece, in merito alle eventualità che le attribuzioni del comitato nomine con riferimento alla lista del CdA possano essere devolute a un comitato costituito *ad hoc* o ad un comitato nomine a “composizione modificata”, qualora vi siano potenziali conflitti di interesse in capo ai membri del comitato stesso.

In proposito, se al CdA è certamente consentito – laddove ne ricorrano i presupposti e con il consenso degli interessati – istituire comitati in forma ristretta al fine di supportare l'organo gestorio nello svolgimento di determinate attività, tale facoltà non può essere esercitata fino al punto di escludere in maniera sostanziale uno o alcuni membri dallo svolgimento di funzioni affidategli in ragione della carica conferita.

Di conseguenza, appare opportuno che ai membri del comitato nomine sia consentito di partecipare ai lavori del comitato per il più ampio numero di fasi, fino al momento in cui non si concretizzino oggettivi conflitti di interesse o inequivocabili ragioni di opportunità a tutela dell'interesse sociale (ad esempio, qualora il membro del consiglio di amministrazione dichiari di partecipare a una lista concorrente)⁶⁸.

Del pari, non sembra convincente il suggerimento di affidare il coordinamento dell'intero processo di composizione della lista del consiglio a un altro amministratore indipendente, diverso dal presidente

⁶⁷ E ciò, in particolare, anche mediante l'espressione, da parte del comitato nomine, di specifiche raccomandazioni sui profili professionali necessari al conseguimento della ottimale composizione del consiglio e mediante una effettiva valutazione delle candidature proposte. Cfr., CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3. lett. b)

⁶⁸ In particolare, con riferimento alla possibilità di coinvolgere un comitato diverso dal comitato nomine nel processo di formazione della lista del CdA, si rileva come tale trasferimento di competenze non risulti opportuno rispetto alle esigenze di unitarietà e integrità del relativo processo, ferma restando l'eventualità che il consiglio “rimoduli” la composizione del comitato nomine qualora, in presenza di particolari circostanze, possa risultare scalfita l'indipendenza di taluni dei suoi componenti. Cfr. COMI, *Parere*, cit., 3

del *board* (quale il presidente del comitato nomine o il *lead independent director*), qualora quest'ultimo non si qualifichi come amministratore indipendente⁶⁹.

Quanto ai rapporti di collegamento tra la lista del consiglio e altre liste presentate dagli azionisti – in particolar modo nell'ipotesi in cui alcuni di essi siano al contempo amministratori dell'emittente – il richiamo di attenzione distingue a seconda che il coinvolgimento di tali soggetti sia circoscritto alle fasi propedeutiche alla presentazione della lista ovvero si estenda anche alla concreta individuazione dei nominativi dei candidati da proporre⁷⁰.

Nella fattispecie, la partecipazione alla prima soltanto di tali fasi (*i.e.*, autovalutazione del *board* e formulazione dell'orientamento sulla composizione quali-quantitativa ottimale dell'organo) non solleverebbe particolari criticità, in quanto rientrante nell'alveo delle attività individuate dal Codice di Corporate Governance come funzionali alla determinazione della ottimale composizione dell'organo amministrativo.

Al contrario, sarebbe maggiormente problematico il coinvolgimento dei predetti amministratori nella scelta dei propri successori. In tali ipotesi, infatti, sarebbe più agevole presumere che la terzietà della lista del consiglio sia “viziata” da rapporti di collegamento con il socio-amministratore; situazione, quest'ultima, che verrebbe a ripetersi in forma ancor più intensa nel caso in cui lo stesso socio-amministratore (o l'esponente aziendale del gruppo a questo facente capo) risulti

⁶⁹ In proposito, si rileva come il compito di curare e coordinare i processi di formazione della lista rientri nell'ambito dei generali doveri di coordinamento delle attività endoconsiliari attribuiti dall'ordinamento al presidente medesimo, sicché non risulterebbe opportuno che tali compiti vengano devoluti ad altri amministratori, seppur indipendenti, o al LID. Cfr. COMI, *Parere*, cit., 3, ASSONIME, *Risposta alla consultazione*, cit., 4. Sul punto, si richiamano anche le considerazioni di A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, cit., 16 ss.

⁷⁰ Si tratterebbe, in particolare, di tutte «quelle attività che portano all'individuazione dei singoli candidati da includere in una rosa ampia o ristretta, ed eventualmente alle attività immediatamente precedenti di individuazione dei criteri di selezione specifici dei candidati, criteri questi ultimi che, a differenza degli orientamenti ai soci, non qualificano solo caratteristiche “astratte” delle professionalità richieste ma ne delineano i concreti criteri di selezione, potendo di fatto condizionare la scelta dei singoli candidati». CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3, lett. e).

incluso nella lista del consiglio, a nulla rilevando la partecipazione o meno del medesimo al processo di composizione e approvazione della lista⁷¹.

Anche a tal riguardo, tuttavia, la posizione dell'Autorità non risulta del tutto convincente. Come ampiamente detto in precedenza, alla luce delle carenze del quadro normativo e regolamentare in materia, il sindacato sulla sussistenza di rapporti di collegamento tra la lista del CdA e le liste presentate dai soci non potrà prescindere da una valutazione effettuata caso per caso, cui mal si attaglia la presunzione di un collegamento basata sull'elemento "formale" della partecipazione o meno alle diverse fasi del procedimento di composizione della lista e individuazione dei candidati⁷².

Appare coerente con le opinioni della dottrina, invece, il richiamo alla disciplina dell'art. 2391 c.c. in merito al comportamento degli amministratori portatori di un interesse alla rielezione nel contesto della votazione, nel senso di imporre un obbligo di *disclosure* in capo a questi ultimi e un obbligo di motivazione rafforzata in capo all'intero consiglio circa l'approvazione della lista⁷³.

Diversamente, il richiamo di attenzione non fornisce significativi chiarimenti in merito al rapporto tra la presentazione di una lista del consiglio uscente e l'azione di concerto. Sulla questione, infatti, l'Autorità si limita a sottolineare l'importanza di garantire la trasparenza e la appropriata documentazione delle attività di dialogo tra azionisti e amministratori; precisando come, al fine di garantire il rispetto delle norme in tema di OPA obbligatoria, risulterebbe opportuno che tale consultazione si limiti soltanto all'individuazione dei criteri qualitativi e quantitativi per la composizione ottimale del *board*, senza estendersi sino alla scelta dei nominativi dei candidati⁷⁴.

⁷¹ Circostanza che invece potrebbe rilevare, al fine di escludere la sussistenza del collegamento, nel caso in cui il socio-amministratore che non figuri tra i candidati presentati nella lista del CdA abbia espresso voto contrario o si sia astenuto, motivandone le ragioni, dalla votazione della lista, e a condizione che questi non abbia indicato alcun nominativo. *Ibidem*.

⁷² In senso conforme, ASSONIME, *Risposta alla consultazione*, cit., 6; e COMI, *Parere*, cit., 5.

⁷³ CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3, lett. d).

⁷⁴ Opportunità da valutarsi, naturalmente, a seconda delle peculiarità dell'azionariato e della *governance* di ciascun emittente. CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3, lett. c). Di diversa opinione, tuttavia, il COMI, *Parere*, cit.,

In parallelo all'intervento della Consob, anche il mondo della politica sembra muovere i primi passi verso una regolamentazione del fenomeno. Sul finire dello scorso anno è infatti stato presentato alla Commissione Finanze del Senato un disegno di legge (S. 2433) avente ad oggetto l'introduzione nel TUF dell'articolo 147-ter.1, destinato a trovare applicazione nelle ipotesi di presentazione di una lista da parte del consiglio uscente⁷⁵.

Si tratta, allo stato attuale, di una riforma in fase embrionale e con tempistiche di attuazione ancora da definire; che non sembra, data la particolare rigidità di talune proposte in essa contenute, suscitare eccessivi entusiasmi da parte della comunità scientifica⁷⁶.

In particolare, non pare del tutto convincente la scelta di escludere a priori la possibilità che dalla lista del consiglio "seconda classificata" siano tratti i nuovi amministratori di minoranza. In tale prospettiva, infatti, il disegno di legge sembrerebbe dettare una presunzione di collegamento tra la lista del consiglio e la lista dei soci di maggioranza; sicchè, in assenza di una eventuale terza lista, la nomina dell'intero board rimarrebbe esclusivamente nelle mani di questi ultimi⁷⁷.

Altrettanti dubbi vengono poi sollevati sul limite alla rieleggibilità imposto in capo ai potenziali candidati – i quali non potrebbero essere inclusi nella lista del consiglio qualora abbiano ricoperto l'incarico di

4, ove «nessuna regola o ragione sistematica impedisce che le discussioni, scambi e valutazioni riguardino specifici nominativi; sia e forse soprattutto perché spesso, nella realtà, proprio quei criteri quali-quantitativi si possono concretamente apprezzare e soppesare solo in relazione a profili individuali».

⁷⁵ Per una analisi approfondita del testo e delle finalità della proposta di riforma, si rinvia al *dossier* del Servizio Studi del Senato, *Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, n. 501, marzo 2022.

⁷⁶ Su tutti, M. STELLA RICHTER Jr., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, in *Riv. not.*, V, 2021, 901 ss., ove si considerano "cervellotiche" le aggiunte e le preclusioni previste dal citato disegno di legge. In senso conforme, cfr. anche A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, cit., 13.

⁷⁷ Così, M. LIVA, *La lista del Cda è una buona idea?* in *Lavoce*, 11 febbraio 2022, ove: «meglio sarebbe demandare alla regolamentazione di Consob un ampliamento sul tema [...]. Per esempio, si potrebbero prevedere nuovi criteri di collegamento, tra cui la presenza di un esponente di un gruppo aziendale di un socio tra i candidati della lista del Cda».

amministratore dell'emittente per sei o più anni consecutivi⁷⁸ – oltre che sul meccanismo di elezione degli stessi, che dovrebbe passare, successivamente al voto assembleare sulla lista, per una ulteriore fase di “conferma” basata sul voto individuale dei singoli candidati⁷⁹.

Da ultimo, risulta piuttosto rigida la scelta di considerare quali parti correlate ai sensi dell'art. 2391-bis, in ogni ipotesi di presentazione di una lista del CdA, tutti i soci che detengano una partecipazione pari o superiore allo 0,50% del capitale. Presunzione, quest'ultima, che sembrerebbe fungere da disincentivo all'utilizzo dello strumento in esame⁸⁰.

7. Considerazioni conclusive

A conclusione del percorso ricostruttivo tracciato nelle pagine che precedono, è possibile affermare come il dibattito intorno alla lista del consiglio uscente, pur superato ogni dubbio circa l'ammissibilità dell'istituto nel nostro ordinamento, sembri tuttavia ben lontano dall'essere giunto ad approdi sicuri.

In proposito, nell'analizzare i profili di criticità relativi all'istituto in esame, si è più volte cercato di mettere in luce la difficoltà di individuare delle soluzioni univoche, tali da adattarsi a tutte le ipotesi di presentazione una lista del CdA. E ciò, in particolare, proprio in virtù della endemica diversità che contraddistingue le società quotate italiane; sicché, come di recente affermato in dottrina, «non solo lo stesso assetto non si adatta a tutte (*one size doesn't fit all*), ma non si confà neanche alla maggior parte di esse (*one size doesn't fit most*)»⁸¹.

In un simile scenario, mal si collocano, pertanto, le prese di posizione e le eventuali scelte di carattere legislativo volte a imporre dei rigidi confini all'utilizzo di tale strumento; il quale, per sua stessa

⁷⁸ Limite che, si rileva, non sussiste per i candidati presentati nelle liste dei soci v. M. LIVA, *La lista del Cda è una buona idea?*, cit.

⁷⁹ Secondo una differente opinione, tuttavia, in tale scelta legislativa dovrebbe intravedersi l'intenzione di tutelare la legittima aspettativa dei soci all'elezione dei nuovi amministratori. Cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 533.

⁸⁰ M. LIVA, *La lista del Cda è una buona idea?*, cit.

⁸¹ M. STELLA RICHTER Jr., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, cit., 911.

natura, nasce e si sviluppa negli spazi riservati all'autonomia statutaria⁸².

D'altro canto, il progressivo mutamento degli assetti proprietari del mercato dei capitali e la crescente diffusione del fenomeno, rendono necessario individuare un punto di equilibrio tra le spinte evolutive della prassi e l'adozione di un sistema di regole – o quantomeno di principi cardine – che ne impediscano l'utilizzo per finalità distorsive.

Una valida risorsa, a tal fine, è certamente individuabile nei presidi e nelle *best practices* già individuati dall'autodisciplina, che la stessa Consob ha più volte richiamato nel suo recente intervento, e che appaiono quali validi criteri guida per gli emittenti nel processo di composizione e presentazione della lista del CdA.

Quel che è evidente, in ogni caso, è che la lista del consiglio sia ormai una realtà di non trascurabile rilievo nel panorama della *corporate governance* degli emittenti quotati. In attesa di ulteriori sviluppi, è certamente significativo che l'Autorità di Vigilanza e il legislatore abbiano intrapreso i primi passi per una regolamentazione del fenomeno e per la risoluzione delle numerose questioni ancora da decifrare.

⁸² Il rischio sarebbe, in una prospettiva più generale e non relativa al solo fenomeno della lista del consiglio, quello di «disincentivare definitivamente ogni idea di quotazione e incoraggiare la già ampia tendenza verso le operazioni di *delisting* o di trasferimento all'estero della sede (anche di negoziazione) e di modificazione della *lex societatis* dell'emittente». M. STELLA RICHTER Jr., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, cit., 911.

TRIBUNALE di Tempio Pausania, Sezione Prima, 13 aprile 2022 – Tribunale in composizione monocratica nella persona del Giudice dott.ssa C. Marino – Fallimento T.S. c. Intesa Sanpaolo S.p.a.

Fallimento – Atti pregiudizievoli ai creditori – Azione revocatoria fallimentare – Pegno su titoli di credito – Pegno regolare – Escussione – Revocabilità

(L. fall., art. 53, art. 67; Cod. civ., art. 1851, art. 2784)

L'operazione di escussione di pegno su titoli di credito è assoggettabile a revocatoria fallimentare qualora le parti non abbiano espressamente conferito al creditore il diritto di disposizione immediata sul bene oggetto di garanzia; elemento, questo, determinante ai fini della configurabilità del pegno irregolare. Le facoltà attribuite alla banca nell'ambito della regolamentazione contrattuale che non implicino tale diritto sono da intendersi meramente specifiche della modalità attraverso la quale può trovare attuazione coattiva la tutela del creditore pignoratizio.

(Omissis). Motivi della decisione. – (Omissis). La domanda merita accoglimento e quindi l'operazione bancaria deve essere dichiarata inefficace ai sensi dell'art. 67 comma 2 l.f.

La tematica della qualificazione del pegno deve essere risolta secondo i principi enunciati in ultimo da Cassazione n. 8923/2021 che afferma che «va richiamata la condivisibile giurisprudenza di questa Corte in base alla quale “nella figura del pegno irregolare di titoli di credito – caratterizzata dal conferimento alla banca della facoltà di disporre, con obbligo di restituire la parte eccedente l'ammontare delle sue ragioni (di tal che il soddisfacimento della banca non abbisogna di alienazione od assegnazione dell'oggetto del pegno, ma si realizza automaticamente e direttamente mediante la conservazione di quella titolarità, con un sistema di compensazione – sostituzione del credito garantito con il credito rappresentato dai titoli, e con il dovere di restituzione dell'eccedenza) – non è riconducibile la consegna di titoli di credito accompagnata da accordi rivolti a disciplinare i poteri ed i compiti della banca al fine della cessione a terzi dei titoli stessi in caso di inadempimento del debitore, giacché tali previsioni

indipendentemente dalla circostanza che abbiano un contenuto riproduttivo degli artt. 2796 e 2797 cod. civ. in tema di vendita della cosa ricevuta in pegno regolare, ovvero introducano legittime modifiche convenzionali alla disciplina di legge, sono radicalmente incompatibili con l'indicato passaggio della titolarità (necessariamente indicante piena disponibilità), mentre si armonizzano soltanto con i connotati del pegno regolare, nel quale il creditore non si soddisfa trattenendo il bene già a lui trasferito, ma deve custodirlo in attesa dell'adempimento, e restituirlo, se questo si verifichi, potendo altrimenti soltanto richiedere la vendita o l'assegnazione».

Ora, la fattispecie oggetto di causa deve essere qualificata quale pegno regolare proprio perché l'art. 6 del contratto prevede la consegna di titoli di credito accompagnata da accordi rivolti a disciplinare i poteri ed i compiti della banca al fine della cessione a terzi dei titoli stessi in caso di inadempimento del debitore.

Come correttamente affermato dal Fallimento «trattasi di un'ipotesi di pegno regolare, in quanto la facoltà indicata in contratto [...] non può intendersi come attribuzione del diritto di disposizione del titolo vincolato a pegno, ma una mera modalità attraverso la quale può trovare attuazione coattiva la tutela del creditore, e una volta ottenuta la vendita coatta deve rimborsare l'ammontare alla curatela ed insinuarsi al passivo per far valere il credito in via privilegiata.

[...] Con il contratto costitutivo del pegno la società (fallita) non ha trasferito la proprietà dei titoli a favore della Banca convenuta, la quale infatti non poteva disporre immediatamente, ma solo in caso di inadempimento delle obbligazioni garantite, nel qual caso la Banca poteva esclusivamente vendere i titoli con le modalità concordate».

Afferma infatti la Cassazione (Ordinanza n. 2218 del 25/01/2022 Rv. 663950) che «ai fini della revoca della vendita di propri beni effettuata dall'imprenditore, poi fallito entro un anno, ai sensi dell'art. 67, comma 2 l.fall. (nel testo originario, applicabile *ratione temporis*), l'*eventus damni* è *in re ipsa*, e consiste nel fatto stesso della lesione della *par condicio creditorum*, ricollegabile – per presunzione legale assoluta – all'uscita del bene dalla massa conseguente all'atto di disposizione; pertanto, grava sul curatore il solo onere di provare la conoscenza dello stato di insolvenza da parte dell'acquirente; mentre la circostanza che il prezzo ricavato dalla vendita sia stato utilizzato dall'imprenditore, poi fallito, per pagare un suo creditore privilegiato (eventualmente anche

garantito, come – nella specie – da ipoteca fondiaria gravante sull'immobile compravenduto) non esclude la possibile lesione della *par condicio*, né fa venir meno l'interesse all'azione da parte del curatore, poiché è solo in seguito alla ripartizione dell'attivo che potrà verificarsi se quel pagamento non pregiudichi le ragioni di altri creditori privilegiati, che successivamente all'esercizio dell'azione revocatoria potrebbero in tesi insinuarsi».

A ciò consegue che la rimessa in conto corrente bancario effettuata con denaro proveniente dalla vendita di un bene costituito in pegno ormai consolidatosi a favore della banca è revocabile, ai sensi dell'art. 67 l.f., non assumendo alcun rilievo la circostanza che il ricavato della vendita sia destinato a soddisfare un creditore privilegiato.

Sussiste l'elemento soggettivo della conoscenza dello stato di insolvenza della banca, non oggetto di contestazione specifica da parte della stessa in ragione di quanto affermato dal Fallimento, ossia che al momento dell'escussione del pegno, un mese prima della dichiarazione di fallimento, l'istituto bancario quale operatore qualificato non poteva non essere consapevole della gravità della situazione economica.

(Omissis).

La declaratoria deve essere pronunciata nei confronti di Intesa Sanpaolo.

Non può infatti essere accolta la richiesta di Penelope di estromissione di Intesa Sanpaolo, richiesta a cui si è opposta la Curatela.

(Omissis).

Non sussistendo le condizioni previste dall'art. 111 comma 3 c.p.c., non essendovi il consenso delle altre parti, la sentenza deve essere pronunciata nei confronti della sola Intesa Sanpaolo, e fa stato nei confronti della Penelope secondo il disposto del citato articolo.

(Omissis).

Il rapporto tra il pegno e l'apertura del fallimento. Notazioni su revocabilità dell'escussione e *par condicio creditorum*

SOMMARIO: 1. Il caso. – 2. Sulla natura giuridica del pegno di titoli di credito. – 3. Danno *in re ipsa* e tutela dei creditori concorsuali. – 4. La *scientia decoctionis*.

1. Il caso

La fattispecie oggetto del provvedimento in annotazione si segnala per la sua rilevanza in riferimento all'ormai nota problematica della qualificazione del pegno su titoli di credito¹.

La vicenda processuale può essere sintetizzata nei termini di seguito specificati. In pendenza di procedura fallimentare dinanzi al Tribunale di Tempio Pausania, la curatela della Società fallita promuoveva l'azione revocatoria ai sensi dell'articolo 67 l. fall., chiedendo al Giudice di dichiarare l'inefficacia, nei confronti del fallimento, dell'operazione di escussione di pegno su titoli costituito in favore della Banca, dalla stessa effettuata mediante rimessa in conto corrente della somma ricavata dalla vendita dei titoli.

Il Tribunale adito si soffermava, dapprima, sulla distinzione tra pegno regolare e irregolare, illustrando le rispettive modalità di esercizio coattivo delle pretese del creditore nelle due fattispecie.

Nel caso di specie, il pegno veniva qualificato come regolare e, conseguentemente, veniva dichiarata l'inefficacia dell'operazione di escussione nei confronti della curatela fallimentare, non essendo stati

¹ In argomento v., senza pretesa di esaustività, S. PACCHI PESUCCI, «Par condicio creditorum», *revocatorie fallimentari e garanzie prestate dal fallito*, in *Riv. dir. comm.*, 1989, I, 13 ss.; E. GABRIELLI, *Il pegno*, in *Tratt. Sacco*, 5 – *I diritti reali*, Milano-Torino, 2005, 179 ss. e 351 ss.; F. MASTROPAOLO (a cura di), *I contratti di garanzia*, II, in *Trattato dei contratti*, P. Rescigno – E. Gabrielli (diretto da), 5, Torino, 2006, 1192 ss.; B. CUSATO, *Il pegno*, Milano, 2006, *passim*; A.I. NATALI, *Il pegno*, in *Garanzie reali e personali*, R. Clarizia (a cura di), Padova, 2011, 3 ss.; M. NATALE, *Sulla distinzione tra pegno regolare e irregolare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 491 ss.; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. III, Padova, 2014, 359 ss.; E. GABRIELLI, *Il pegno*, in *Le garanzie dell'obbligazione*, A. Chianale (a cura di), Milano, 2015, 89 ss.; A.G. DIANA, *Il sistema delle garanzie del credito*, Padova, 2018, 390 ss.

ritenuti leciti i meccanismi compensativi del proprio credito, nel quale l'escussione si concretava.

La sentenza offre lo spunto per condensare gli approdi giurisprudenziali in materia di pegno su titoli di credito, nonché per meditare sull'*eventus damni* nell'ambito dell'azione revocatoria fallimentare (oggi azione revocatoria nella liquidazione giudiziale).

2. Sulla natura giuridica del pegno di titoli di credito.

Il pegno (art. 2784 c.c.), come noto, è un diritto reale di garanzia che attribuisce al creditore il titolo a ottenere il pagamento con prelazione sul bene o sul titolo vincolato.

Mediante il pegno, la *res* rimane vincolata al soddisfacimento del creditore², il quale, in caso di inadempimento dell'obbligazione garantita, può soddisfarsi sul ricavato della vendita del bene o del titolo in via prioritaria rispetto agli altri creditori.

In materia di pegno, si suole distinguere tra pegno regolare e irregolare; la differenza è legata alla circostanza che nella prima fattispecie l'assetto della garanzia assume i suoi elementi tipici, vale a dire che ha ad oggetto beni (in questo caso, titoli) individuabili, la cui disponibilità non passa sotto il controllo del creditore. Ciò comporta che quest'ultimo non può in nessun caso disporre delle cose ricevute – soggette, invece, a custodia – e alla scadenza del contratto deve restituire esattamente quanto gli era stato consegnato.

Di norma, dunque, il pegno regolare ha ad oggetto beni infungibili, mentre il pegno irregolare se ne differenzia in quanto le somme di denaro o i titoli depositati presso il creditore diventano di proprietà del medesimo³; sicché, in caso di inadempimento del debitore, il creditore

² Soddisfacimento che, nell'ipotesi di pegno regolare, è mediato rispetto all'oggetto della garanzia – unica funzione dell'apposizione del vincolo. Al creditore, dunque, non viene attribuita la facoltà di usare o disporre della cosa: i suoi poteri sono simili a quelli di un depositario. In argomento, cfr. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Milano, 2017, 494.

³ Il carattere fungibile dei beni oggetto di pegno irregolare renderebbe impossibile una reale distinzione tra beni pignorati e il *tantundem* da restituire, così creando confusione e inscindibilità tra gli stessi. In tal senso, cfr. S.F. MARTORANO, *Cauzione e pegno irregolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, 98 ss. Sulla dottrina formatasi intorno alla fattispecie in esame, cfr.: A. PAVONE LA ROSA, *L'anticipazione bancaria nella disciplina del nuovo cod. civ.*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, 81 ss.; ID., *Apertura*

è tenuto soltanto a restituire l'eventuale eccedenza dei titoli rispetto alle somme garantite⁴. A tal proposito giova richiamare una puntualizzazione della Suprema Corte, la quale, con riguardo all'azione revocatoria contro l'escussione del pegno costituito su saldo del deposito bancario del debitore soggetto a procedura fallimentare, avvertiva come «comunemente si insegna che il pegno irregolare sfugge al divieto di patto commissorio, giacché la proprietà del bene è acquisita al creditore non a causa del mancato pagamento del debito ma a causa della fungibilità dell'oggetto o della attribuzione della facoltà di disporre»⁵.

Con specifico riguardo al pegno su titoli di credito, si desume dall'articolo 1851 c.c. che l'irregolarità del pegno può derivare dalla fungibilità pattizia dei beni pignorati, ossia dalla facoltà attribuita alle parti di accordarsi su eventuali poteri dispositivi da attribuire al creditore sui beni⁶.

In sostanza, l'irregolarità del pegno può derivare sia dalla fungibilità dei beni vincolati – le cui unità sono indistinguibili e, pertanto, intercambiabili – sia da una specifica disposizione convenuta dalle parti, la quale, in sede contrattuale, conferisca al creditore la piena disposizione della *res* oggetto di pegno.

In relazione all'ipotesi di pegno regolare, al contrario, le clausole contrattuali non possono attribuire poteri e facoltà che vadano al di là della funzione di garanzia: per tale motivo il creditore non ha la facoltà

di credito garantita da pegno e anticipazione bancaria, in *Le operazioni bancarie*, G.B. Portale (a cura di), 2, Milano, 1978, 569 ss.; M. PORZIO, *L'anticipazione bancaria*, Napoli, 1964, 161 ss.; M. BOUCHÈ, *In materia di pegno irregolare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1978, II, 419 ss.; P. MARANO, *Pegno bancario e fallimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, 148 ss.; G.M.G. PRESTI, *Il pegno irregolare: profili ricostruttivi e disciplina fallimentare*, in *Le garanzie nel credito alle imprese*, L. Caprio – G. Presti (a cura di), Torino, 2001, 219 ss.; S. PALUMMO, *Pegno irregolare e fallimento*, in *Dir. fall.*, 2004, 383.

⁴ Cass., 3 ottobre 2018, n. 24137, in *Giust. civ. Mass.*

⁵ Cass., 8 agosto 2016, n. 16618, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 189 ss., con nota di R. VIGO, *Azione revocatoria fallimentare contro l'escussione del pegno costituito sul saldo del deposito bancario del fallito. Un approccio all' art. 1851 c.c.*

⁶ In caso di pegno irregolare, il creditore acquisisce la disponibilità (i.e., la proprietà) dell'oggetto del pegno. Cfr. A. DALMARTELLO, *Pegno irregolare*, in *Novissimo Dig.*, XII, Torino, 1965, 800; ID., *Il pegno irregolare (o cauzione in senso stretto)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1950, I, 315 ss. In giurisprudenza, cfr. Cass., 3 ottobre 2018, n. 24137, cit.; Cass., 8 agosto 2016, n. 16618, cit.

di usare o disporre della cosa (articolo 2792 c.c.)⁷. In altre parole, si è nell'ambito del pegno regolare se il debitore, a garanzia dell'adempimento dell'obbligazione, concede al creditore una soddisfazione indiretta sull'oggetto del pegno, vincolandolo – cioè – a una previa richiesta di pagamento⁸.

All'esito delle considerazioni svolte, non può dunque sfuggire che l'elemento di discriminazione tra le due fattispecie è proprio il conferimento del potere dispositivo in favore del creditore⁹, così come cristallizzato nel contratto.

La natura giuridica del pegno irregolare comporta che le somme di denaro o i titoli depositati presso il creditore diventano di proprietà di quest'ultimo, il quale ha, pertanto, il diritto di soddisfarsi in via diretta sulla *res*, al di fuori del concorso con gli altri eventuali creditori. In tale tipo di pegno, dunque, il creditore acquisisce sin da subito la titolarità della somma portata dal titolo o dal documento¹⁰; somma che dovrà essere restituita al momento dell'adempimento, o, in caso di inadempimento, dovrà essere rimborsata unicamente per la parte eccedente rispetto all'ammontare del credito garantito.

Proprio in ragione di queste due peculiari caratteristiche – l'effetto traslativo del titolo e il meccanismo di auto-soddisfacimento concesso al creditore – dottrina e giurisprudenza si sono adoperate per dare collocazione sistematica all'istituto¹¹. In letteratura è stata dapprima elaborata la tesi della *causa solvendi*, che individuava nel pegno irregolare «una funzione sostanzialmente solutoria»¹², avente lo scopo di estinguere il debito che è destinato a garantire, attraverso una *datio*

⁷ Sulle conseguenze del divieto in esame, v. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, cit., 494.

⁸ Cfr. Cass., 16 giugno 2005, n. 12964, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 162.

⁹ Come peraltro è stato posto in evidenza da Cass., 10 febbraio 2015, n. 2479, in *Diritto e giustizia*, 2015, 128 ss., con nota di G. TARANTINO, *Il creditore non può trattenere i beni dati in garanzia in caso di inadempimento del debitore*.

¹⁰ Si ricorda che in caso di pegno di titoli di credito, non è necessaria la notifica della costituzione o dell'accettazione, dal momento che il vincolo pignoratizio viene costituito attraverso la consegna del titolo e lo spossessamento del debitore: cfr. Cass., 25 marzo 2009, n. 7214, in *ilCaso.it*.

¹¹ Per una disamina sui diversi orientamenti succedutisi, v. A. DELL'OSSO, *Pegno irregolare e (non necessità della) insinuazione al fallimento del debitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 510 ss.

¹² *Ivi*, 512.

in solutum risolutivamente condizionata all'esatto adempimento dell'obbligazione principale. L'adempimento, dunque, renderebbe priva di causa la *datio in solutum* anticipata – sostanzialmente versata a titolo di cauzione o, «deposito cauzionale»¹³ – rendendo così possibile la restituzione dell'indebito.

Le critiche sollevate¹⁴ intorno a tale tesi, hanno portato la dottrina a elaborare la teoria della *causa credendi*, secondo la quale i beni oggetto di pegno costituirebbero un controcredito del debitore, avente scadenza al momento della scadenza della prestazione principale e che si estinguerrebbe secondo il meccanismo a carattere satisfattorio tipico della compensazione¹⁵.

Nondimeno, anche tale tesi presenta delle criticità, poiché sebbene essa presenti il vantaggio di rafforzare la posizione del creditore, occorre riconoscere che «il controcredito non costituisce la causa, ma solo un effetto del pegno irregolare»; in tale prospettiva, l'operazione assume più i caratteri di una funzione *latu sensu* finanziaria che di garanzia, che ne rappresenta la funzione tipica¹⁶.

In una diversa ottica, il più recente orientamento dottrinale individua nel pegno irregolare la medesima finalità che si realizza attraverso l'esecuzione forzata: l'escussione della garanzia, difatti, ha il precipuo scopo di evitare l'azionamento di atti esecutivi in danno del debitore inadempiente¹⁷.

¹³ A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, cit., 497-498.

¹⁴ La posizione avversa degli interpreti era stata determinata dalla considerazione che la tesi in esame «non porrebbe in risalto l'esistenza di due rapporti obbligatori, uno principale ed uno accessorio di garanzia, che ha ragion d'essere e di produrre effetti proprio in quanto connesso alla prestazione principale e la cui funzione tipica viene meno se si estingue sul nascere l'obbligazione fondamentale». Cfr. A. DELL'OSSO, *Pegno irregolare e (non necessità della) insinuazione al fallimento del debitore*, cit., 513.

¹⁵ V. Trib. Sondrio, 4 giugno 2021, n. 197, in *Riv. not.*, 2022, 262 ss., con nota di G. MARINO, *Pegno irregolare di titoli di credito e contratti di garanzia finanziaria*.

¹⁶ A. DELL'OSSO, *Pegno irregolare e (non necessità della) insinuazione al fallimento del debitore*, cit., 513. Su una generale distinzione tra funzione solutoria e funzione di garanzia, v. G. TERRANOVA, *Effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, Art. 67, in *Comm. Scialoja Branca. Legge fallimentare*, Bologna-Roma, 2002, 110-111.

¹⁷ Cfr. S. GATTI, *Pegno irregolare e fallimento del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, 112.

Ciò posto in termini astratti, nel caso di specie la natura di pegno irregolare è stata esclusa proprio in ragione della previsione della possibilità per la Banca di vendere i titoli costituiti in pegno soltanto in caso di inadempimento della correntista¹⁸. Siffatta facoltà non può essere riconosciuta come attribuzione di un diritto dispositivo correlato alla titolarità del titolo vincolato, ma deve intendersi quale mera modalità attraverso la quale può trovare attuazione coattiva la tutela del creditore pignoratizio.

3. *Danno in re ipsa e tutela dei creditori concorsuali*

Il pegno, essendo posto a garanzia di un diritto di credito, è destinato ad assumere particolare rilievo nel contesto del fallimento (oggi liquidazione giudiziale), proprio in virtù del conflitto che naturalmente si instaura tra creditori concorrenti.

Una volta chiarita la natura del pegno, l'analisi del problema involge ora il comportamento del creditore che sia munito di tale garanzia nel contesto della procedura concorsuale. In proposito va rilevato che qualora il pegno sia qualificato come regolare e non si presti dunque al meccanismo compensativo, l'eventuale ritenzione delle somme derivanti dall'escussione posta in essere dal creditore pignoratizio, comporta la lesione all'interesse del ceto creditorio.

Come è stato osservato da autorevole dottrina¹⁹, la *ratio* della revocatoria fallimentare è da rinvenirsi in un «generico disvalore dell'atto», cui fa seguito una condotta sanzionatoria nei confronti del creditore pignoratizio che abbia arrecato nocumento al resto del ceto creditorio, attraverso un atto a titolo gratuito, o a causa di una particolare anomalia cronologica del pagamento o – in ogni caso – nella «maggiore o minore scorrettezza della condotta (articoli 66 e 67 l. fall.), e in qualsivoglia altro elemento [...] che sia stato preso in considerazione dal legislatore per inasprire la disciplina di diritto comune o per disporre un'esenzione dalla revoca». Segnatamente, tale danno si manifesta nella violazione della *par condicio creditorum* per

¹⁸ Di cui alla menzionata clausola n. 6 del contratto – v. *supra*.

¹⁹ G. TERRANOVA, *Effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, cit., 3.

non aver rispettato la scansione temporale del pagamento così come preveduta dalla legge²⁰.

Si coglie, a tal proposito, l'occasione per menzionare le due principali teorie affermatesi in letteratura circa il danno provocato dal creditore pignoratizio al momento dell'escussione della garanzia, l'importanza delle quali non consente di esimersi da qualche – seppur sommaria – osservazione. Il riferimento è, *in primis*, alla teoria indennitaria²¹, secondo la quale la revocatoria fallimentare presupporrebbe un concreto e determinabile danno causato al patrimonio del fallito dall'atto impugnato; sicché l'azione sarebbe finalizzata alla rimozione dello stesso.

Secondo la teoria anti-indennitaria (cd. redistributiva), per converso, il danno alla massa sarebbe da ravvisarsi *in re ipsa*, poichè consisterebbe nella lesione della *par condicio creditorum*. I fautori di tale tesi²² sostengono, invero, che il rimedio prescinde dal carattere dannoso dell'atto impugnato: il suo scopo è rendere partecipi della perdita connessa alla condizione di dissesto i creditori che abbiano

²⁰ Per una disamina sulla revocatoria, v., *ex multis*, A. MAFFEI ALBERTI, *Il danno nella revocatoria*, Padova, 1970, *passim*; ID., *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 1986, 162 ss.; A. JORIO, *La crisi di impresa*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2000, 413 ss.; S. AMBROSINI, *La revocatoria fallimentare delle garanzie*, Milano, 2000, 92 ss.; L. STANGHELLINI, *La nuova revocatoria fallimentare nel sistema della protezione dei diritti dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 69 ss.; G. TERRANOVA, *Par condicio e danno nelle revocatorie fallimentari*, in *Dir. fall.*, 2010, 10 ss.; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, cit., vol. IV, 952 ss.

²¹ Sulla tesi indennitaria, v., senza pretesa di esaustività, G.G. AULETTA, *Revocatoria civile e fallimentare*, Milano, 1939, 129; F. FERRARA JR, *Il fallimento*, Milano, 1959, 290 ss.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Contributo alla teoria unitaria della revocatoria fallimentare*, Milano, 1960, 128; F. CORSI, *La revocatoria ordinaria nel fallimento*, Napoli, 1965, 140 ss.; M. LIBERTINI, *Sulla funzione della revocatoria una replica ed un'autocritica*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 109; F. FERRARA JR – A. BORGIOLI, *Il fallimento*, Milano, 1995, 401 ss.; P. PAJARDI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1998, 292.

²² A. MAFFEI ALBERTI, *Il danno nella revocatoria*, cit., 120 ss. e 210 ss.; ID., *La funzione della revocatoria fallimentare*, in *Giur. comm.*, 1976, I, 362 ss.; E. BORSELLI, *Il danno nell'azione revocatoria e nella revocatoria fallimentare*, in *Dir. fall.*, 1972, 143; F. D'ALESSANDRO, *La revoca dei pagamenti nel fallimento*, Milano, 1972, *passim*; M. MONTANARI, *Profili della revocatoria fallimentare dei pagamenti*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1984, 68; in giurisprudenza, v. Cass., 11 novembre 2003, n. 16195, in *Arch. civ.*, 2004, 927; Cass., 19 dicembre 2012, n. 23430, in *Fall.*, 2013, 996.

beneficiario di prestazioni da parte del fallito durante il cd. periodo sospetto, al pari di coloro i quali siano rimasti insoddisfatti alla data di apertura della procedura.

Ebbene, la pronuncia oggetto di annotazione si pone nel tracciato dell'orientamento espresso dalla Suprema Corte nella sua più autorevole composizione²³, la quale, prendendo espressamente posizione a favore della teoria anti-indennitaria, aveva affermato che, in modo analogo rispetto agli altri atti dispositivi assoggettabili a revocatoria, la lesione valutabile nell'ipotesi di soddisfazione *extra-concorso* del creditore privilegiato deriva proprio dalla fuoriuscita del bene dall'attivo, e, dunque, dalla violazione della *par condicio creditorum*²⁴. Segnatamente – come ribadito anche dalla successiva giurisprudenza di legittimità²⁵ – la lesione in questione configura un *danno in re ipsa*.

²³ Cass., Sez. Un., 28 marzo 2006, n. 7028, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1466 ss., con nota di E. LUCCHINI GUASTALLA, *Oggettivazione dell'azione revocatoria fallimentare e sicurezza dei traffici*; in *Giur. it.*, 2006, 1627 ss., con nota di F. IOZZO, *Danno e revocatoria: le Sezioni unite tra «vecchio» e «nuovo» diritto*; in *Riv. not.*, 2006, 1338 ss., con nota di N. PETRONE, *Il danno nell'azione revocatoria fallimentare alla luce del giudizio delle Sezioni unite della Cassazione e della Riforma della legge fallimentare*; in *Fall.*, 2006, 1133 ss., con nota di A. PATTI, *Natura dell'azione revocatoria fallimentare: le Sezioni unite difendono il feticcio della par condicio*; in *Giur. comm.*, 2007, II, 567 ss., con nota di G. GUERRIERI, *Le Sezioni Unite riconoscono la funzione distributiva della revocatoria fallimentare, ma il legislatore la...mette in crisi*.

²⁴ «Ai fini della revoca della vendita di propri beni effettuata dall'imprenditore, poi fallito entro un anno, ai sensi dell'art. 67 l. fall., comma 2, l'“eventus damni” è “in re ipsa” e consiste nel fatto stesso della “par condicio creditorum”, ricollegabile, per presunzione legale ed assoluta, all'uscita del bene dalla massa conseguente all'atto di disposizione. Per cui grava, in tal senso, sul curatore, il solo onere di provare la conoscenza dello stato di insolvenza da parte dell'acquirente, mentre la circostanza che il prezzo ricavato dalla vendita sia stato utilizzato dall'imprenditore, poi fallito, per pagare un suo creditore privilegiato (eventualmente anche garantito, come nella specie [...]) non esclude la possibile lesione della “par condicio”, né fa venir meno l'interesse all'azione da parte del curatore, poiché è solo in seguito alla ripartizione dell'attivo che potrà verificarsi se quel pagamento non pregiudichi le ragioni di altri creditori privilegiati, che anche successivamente all'esercizio dell'azione revocatoria potrebbero in tesi insinuarsi».

²⁵ Cass., 26 febbraio 2010, n. 4785, cit.; Cass., 17 dicembre 2010, n. 25571, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, 12, 1619; Cass., 25 gennaio 2022, n. 2218, in *DeJure*.

Tale interpretazione porta a concludere che, se la Società che ha costituito un pegno qualificabile come regolare fallisce, la Banca sarà necessariamente tenuta ad insinuarsi al passivo, non potendo operare la compensazione prevista nell'ipotesi avversa²⁶.

In tal senso, in relazione alla revocabilità del pegno, non assume rilievo la circostanza che la Banca sia un creditore privilegiato. Solo in una fase successiva il debitore ha la possibilità di beneficiare della procedura di cui all'articolo 53 l. fall. – norma che dispone, in favore del creditore pignoratizio, la possibilità di derogare alla regola del c.d. concorso sostanziale, prevista dal precedente articolo 51²⁷, una volta che il credito venga ammesso al passivo²⁸ con prelazione²⁹.

Da una lettura superficiale, ci si potrebbe dunque chiedere se il procedimento di ammissione al passivo e l'autorizzazione alla vendita non appesantiscano, piuttosto, l'intera procedura, dal momento che la somma ricavata dalla vendita del bene oggetto di pegno è pur sempre vincolata al pagamento preferenziale del creditore pignoratizio.

Orbene, al riguardo, le considerazioni finora svolte portano ad escludere una simile conclusione. In tale prospettiva, ben si colloca la tesi di chi sostiene che tali fasi sono funzionali non tanto alla riscossione del credito in sé, quanto alla vendita dei titoli oggetto di garanzia e alla

²⁶ Come era già stato precisato da Cass., Sez. Un., 14 maggio 2001, n. 202, in *Dir. fall.*, 2001, 1169 ss., con nota di G. RAGUSA MAGGIORE, *Pegno irregolare e ingiunzione. Il caso è chiuso*; in *Fall.*, 2001, 1239 ss., con nota di L. PANZANI, *Pegno irregolare e insinuazione al passivo*; in *Corr. giur.*, 2002, 91 ss., con nota di R. DABORMIDA, *Risolto dalle Sezioni Unite il conflitto in tema di pegno irregolare*; in *Giur. it.*, 2002, con nota di S. SANZO, *Pegno irregolare e procedure concorsuali: le Sezioni Unite dirimono un contrasto, ma, forse, non sciolgono i dubbi*; in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, II, 648 ss., con nota di M.C. LUPACCHINO, *Il pegno irregolare al vaglio delle Sezioni unite*.

²⁷ Il riferimento è alla deroga al principio del concorso c.d. sostanziale dei creditori. In argomento, si rimanda a S. BONFATTI, *L'accertamento del passivo e dei diritti mobiliari*, in *Le procedure concorsuali. Il fallimento, Trattato*, (diretto da) G. Ragusa Maggiore – G. Costa, Torino, 1997, 161 ss.

²⁸ La verifica preliminare ha ad oggetto i requisiti di validità del pegno nonché l'osservanza delle condizioni di efficacia della prelazione di cui agli artt. 2787, 2800 (e 2806 – per il pegno di diritti diversi da crediti) c.c. Il soddisfacimento anticipato del creditore pignoratizio è in ogni caso sottoposto alla verifica endoconcorsuale del credito, onde tutelare gli interessi dei creditori concorrenti.

²⁹ Cfr. S. SATTA, *Diritto fallimentare*, Padova, 1996, 183 s.; R. PROVINCIALI, *Trattato di diritto fallimentare*, II, 1974, 929.

legittimazione del creditore a compensare, nelle more della procedura, il proprio credito garantito con il debito sorto al momento della stipula del contratto di pegno³⁰.

Peraltro, la complessità degli interessi in gioco evoca l'esigenza di trasparenza nell'ambito della procedura. Esigenza che appare, del resto, ancor più evidente se si presta attenzione alla necessità di garantire il contraddittorio tra i creditori concorrenti nella fase di ammissione dei crediti alla massa, nonché lo svolgimento ordinato della procedura, che dev'essere necessariamente affidata a un soggetto terzo quale il curatore.

La regola che impone il rispetto di questa prima fase di verifica formale dei crediti da ammettere alla procedura appare inoltre conforme all'esigenza di accertare accuratamente la gerarchia tra i crediti privilegiati. Difatti, è bene precisare a tal proposito che la natura privilegiata del credito non fa venir meno l'interesse del curatore all'esercizio dell'azione. Invero, se, com'è noto, il pegno è destinato a prevalere sui privilegi speciali mobiliari indipendentemente dal momento in cui è sorto (*ex art. 2748, comma 1 c.c.*), bisogna comunque tenere in considerazione che è la stessa disposizione di legge ad ammettere deroghe a tale principio, come, ad esempio, quella riguardante il regime delle spese di giustizia di cui all'articolo 2777, comma 1 c.c.

Se, dunque, in presenza di un contratto di pegno regolare, la banca dovesse ritenere di soddisfarsi direttamente, e preventivamente, sui titoli oggetto di garanzia, in seguito alla dichiarazione di fallimento l'operazione di escussione sarebbe di certo revocabile *ex articolo 67 l. fall.*

³⁰ Cfr. F. MASTROPAOLO, P. DE VECCHIS e E.M. MASTROPAOLO, *Contratti di garanzia reale mediante pegno di beni mobili, di crediti, di moneta, di azienda*, in *I contratti di garanzia*, cit., 1281: «Il pegno di crediti e di altri diritti è, prima della scadenza di un debito, per la sicurezza che ne riceve il creditore, sempre da catalogare tra le garanzie. Esso è *simile* ad una cessione *pro solvendo* di un credito, proprio di un debitore (o di un terzo concedente a suo favore), al suo creditore, condizionata sospensivamente al suo inadempimento, ma comunque il debitore del credito ceduto in pegno può opporre al creditore pignoratizio le eccezioni (personali) che gli spetterebbero contro il proprio creditore; si attua dunque una *sostituzione* che permette al creditore pignoratizio di subentrare al suo debitore (o al terzo, concedentegli il pegno) *nell'esercizio* del diritto di credito di quest'ultimo».

Sicché, in applicazione dell'ormai costante giurisprudenza di legittimità³¹, a fronte del fallimento del debitore, il creditore pignoratizio non acquisirà la somma portata dal titolo, ma dovrà insinuarsi al passivo per far valere il credito in via privilegiata e, una volta ottenutane la vendita coatta, trasferire il ricavato alla curatela.

In merito a tale profilo, appare il caso di osservare come una volta revocato l'atto di escussione effettuato del creditore pignoratizio, la Banca ha diritto a beneficiare, in sede fallimentare, delle medesime garanzie che assistevano la propria pretesa creditoria³², purché naturalmente non vengano accertate situazioni patologiche, di per sé idonee a far dichiarare l'inefficacia a monte dell'atto costitutivo della garanzia. Invero, in adesione alla teoria anti-indennitaria, il pagamento "anticipato" di un creditore pignoratizio è di certo revocabile indipendentemente dalla sorte dell'atto costitutivo di pegno, poiché sarebbe peregrino sostenere che la revoca in questione travolga anche tale atto, se regolarmente posto in essere³³: i due piani mantengono, cioè, la propria autonomia, ai fini dell'esercizio, da parte del curatore, dell'azione revocatoria fallimentare.

4. *La scientia decoctionis*

Pur non trattandosi di questione controversa nell'ambito del giudizio che ha portato alla pronuncia in commento, pare doveroso, infine, prendere in esame il profilo della prova circa la consapevolezza dello

³¹ *Ex plurimis*, v. Cass., 31 marzo 2021, n. 8923, in *Ilfallimentarista.it*, con nota di S. SISIA, *Revocatoria fallimentare delle rimesse in conto corrente del ricavato dalla vendita di un bene costituito in pegno consolidato*; cfr. anche Cass., Sez. Un., 28 marzo 2006, n. 7028, cit.; Cass., 26 febbraio 2010, n. 4785, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, 280; Cass., 6 febbraio 2018, n. 2818, *ivi*, 2018; Cass., 5 ottobre 2018, n. 24627, *ivi*, 2018. Già da tempo, peraltro, la giurisprudenza si è mostrata concorde nel ritenere l'inefficacia dell'incameramento della somma ottenuta dell'escussione del pegno regolare, poi portata in compensazione con l'esposizione debitoria già annotata sullo stesso conto corrente oggetto di garanzia: in proposito, v. Cass., 22 gennaio 2009, n. 1609, in *Fall.*, 2009, 809 ss., con nota di G. TARZIA, *Realizzo del pegno e revocabilità del pagamento del terzo*.

³² V., in proposito, le diverse considerazioni di G. TERRANOVA, *Effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, cit., 251 s.

³³ M. CATALDO, *Pagamento riscosso da creditore munito di pegno e azione revocatoria fallimentare*, in *Fall.*, 2009, 399; G. TARZIA, *La «funzione redistributiva» ed il «danno» nella revocatoria fallimentare*, *ivi*, 2009, 938.

stato di insolvenza da parte del creditore. Tema, quest'ultimo, portatore di taluni aspetti di problematicità, dal momento che attiene alla dimostrazione di fatti psichici, i quali – in quanto fatti interni – per loro stessa natura possono essere provati solo in via indiretta, mediante meccanismo inferenziale³⁴.

Se, da un lato, si è ritenuto che tale prova debba essere in ogni caso effettiva, non potenziale³⁵; dall'altro – specie in giurisprudenza – si è sostenuto che il principio dell'onere della prova a carico del curatore vada inteso nel senso che «la certezza logica dell'esistenza di tale stato soggettivo (vertendosi in tema di prova indiziaria e non diretta) può legittimamente dirsi acquisita non quando sia provata la conoscenza effettiva, da parte di quello specifico creditore, dello stato di decozione dell'impresa (prova inesigibile perché diretta), né quando tale conoscenza possa ravvisarsi con riferimento ad una figura di contraente “astratto” (prova inutilizzabile perché correlata ad un parametro, del tutto teorico, di “creditore avveduto”), bensì quando la probabilità della “scientia decoctionis” trovi il suo fondamento nei presupposti e nelle condizioni (economiche, sociali, organizzative, topografiche, culturali), nelle quali si sia concretamente trovato ad operare, nella specie, il creditore fallito»³⁶.

Orbene, è possibile fornire tale dimostrazione anche tramite l'attestazione della concreta situazione psicologica del creditore al momento in cui è stato posto in essere l'atto impugnato; attestazione che può essere parimenti resa mediante presunzioni, precise e concordanti, tali da far ritenere dimostrato, a norma dell'articolo 2729

³⁴ Come ha precisato il Giudice di legittimità: Cass., 14 gennaio 2016, n. 504, in *Diritto e Giustizia*, 2016, con nota di S. CALVETTI, *Oltre 100 protesti, d'accordo: ma la conoscenza dello stato di decozione deve essere effettiva o non meramente potenziale*, al quale si è conformata anche la successiva giurisprudenza di merito: cfr. App. Ancona, sez. I, 1° febbraio 2021, n. 97, in *DeJure*. Spunti e approfondimenti sul tema del meccanismo inferenziale possono rinvenirsi in F.P. CORDOPATRI, *Inferenza probatoria e massime di esperienza, prova, presunzione, indizio*, in *Giur. merito*, 1999, 632 ss.; G.F. RICCI, *Nuovi rilievi sul problema della “specificità” della prova giuridica*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2000, 1129 ss.

³⁵ L. GUGLIEMUCCI, *Effetti sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, (a cura di) Lo Cascio, in *Dir. fall.*, 1996, 641; G.U. TEDESCHI, *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006, 274.

³⁶ Cass., 18 aprile 2011, n. 8829, in *DeJure*; cfr. anche Cass., 18 aprile 2011, n. 8829, *ivi*.

c.c., che il creditore si era reso conto dello stato di dissesto economico e di crisi irreversibile del debitore³⁷.

Nel caso di specie, come ha giustamente posto in rilievo il Giudice di merito, la Banca non poteva che avere piena consapevolezza dell'esposizione debitoria della Società sua debitrice, dal momento che non solo quest'ultima era sua correntista, ma che – peraltro – la garanzia era stata escussa proprio in ragione del perdurare dell'inadempimento.

Del resto, come già sostenuto da altra giurisprudenza di merito, se vero che non è possibile presumere la *scientia decoctionis* unicamente sulla base della qualifica professionale della creditrice, è comunque plausibile che un operatore qualificato come un istituto bancario abbia la possibilità di informarsi sull'esposizione debitoria della propria cliente; e, qualora l'operatore si ponga deliberatamente in condizione di non essere informato sullo stato di insolvenza del debitore, accetta il rischio dell'incapacità di adempimento³⁸. In altre parole, la qualità di operatore economico qualificato della Banca convenuta, pur non integrando, da sola, la prova dell'effettiva conoscenza dei sintomi dell'insolvenza, può concorrere ad applicare, nel caso concreto, i requisiti di professionalità ed avvedutezza normalmente esigibili dagli istituti di credito nell'esercizio della loro attività, onde indurre la verifica circa l'avvenuto svolgimento di un esame critico sui criteri di giudizio effettivamente utilizzati, al fine di accertare se essi corrispondano o meno alla prassi degli istituti in questione nell'ambito della concessione del credito³⁹.

³⁷ Tali presunzioni – è bene precisarlo – possono operare solo in presenza di specifici collegamenti tra il “terzo” e i sintomi conoscibili dello stato di insolvenza (in accordo con Cass., 24 marzo 2000, n. 3524, in *Giust. civ. Mass.*, 2000, 627), dovendosi riconoscere specifico rilievo all'attività professionale esercitata dal creditore, come peraltro già evidenziato da Cass., 6 dicembre 1996, n. 10886, in *Fall.*, 1997, 309 ss.; nonché alle regole di prudenza ed avvedutezza che caratterizzano l'operare della categoria di appartenenza dell'operatore: su quest'ultimo aspetto, cfr. Cass., 7 febbraio 2001, n. 1719, in *Giust. civ.*, 2002, 1663 ss., con nota di F. MELONCELLI, *La natura “semantica” dell'insolvenza*; Cass., 4 febbraio 2008, n. 2557, in *Giust. civ. Mass.*, 2008, 152.

³⁸ Trib. Torino, 19 maggio 1992, in *Fall.*, 1992, 1079.

³⁹ Cfr. Cass., 29 luglio 2014, n. 17208, in *DeJure*; Cass., 2 novembre 2017, n. 26061, *ivi*.