

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE / DICEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

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

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

CATERINA LUISA APPIO, Società *in house* e art. 120-*bis* del Codice della crisi: un rapporto (ancora) *in fieri* 887

VINCENZO DONATIVI, Il titolare effettivo di società nel nuovo Regolamento UE Antiriciclaggio (n. 2024/1624) 907

FILIPPO SARTORI, Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario. Note introduttive 953

SOMMARIO

ANTONIO DAVOLA, The sound of (eco)silence. Greenhushing,
informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario 1

Società *in house* e art. 120-bis del Codice della crisi: un rapporto (ancora) *in fieri*

SOMMARIO: 1. Sul rapporto tra diritto della crisi d'impresa e società pubbliche: una premessa. – 2. Gli artt. 120-bis e ss. del d.lgs. n. 14/2019 e la loro problematica applicazione alle società *in house providing*. – 3. Il ruolo del socio pubblico prima dell'accesso allo strumento di regolazione della crisi. – 4. Il socio pubblico e la fase successiva all'accesso allo strumento di regolazione della crisi. – 4.1. (segue) Il diritto dei soci di ricevere informazioni sull'andamento della procedura. – 4.2. (segue) Il contenuto del piano: modifiche statutarie, operazioni sul capitale e straordinarie. – 5. La responsabilità dell'organo gestorio nella conduzione del risanamento della società pubblica. – 6. Sintesi dei risultati raggiunti e un pronostico conclusivo.

1. Sul rapporto tra diritto della crisi d'impresa e società pubbliche: una premessa.

Come è noto, il modulo dell'*in house providing* rappresenta una delle possibili opzioni a disposizione della pubblica amministrazione per l'affidamento diretto di lavori o servizi¹, sempre che coesistano alcuni requisiti legittimanti la deroga alla gara pubblica, ovvero l'esercizio del controllo analogo da parte della pubblica amministrazione affidante, la dedizione dell'attività in via prevalente (sempre) alla pubblica amministrazione e la partecipazione al capitale sociale da parte di quest'ultima, con una (eventuale e) limitata percentuale di soci privati².

¹ Ciò è consentito, in generale, sia dal Codice dei contratti pubblici (art. 7 del d.lgs. n. 36/2023) sia, per la gestione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica, dall'art. 14 del d.lgs. n. 201/2022. Tale ultima norma prospetta, difatti, quattro modalità di gestione del servizio pubblico, ovvero l'affidamento (a) a terzi mediante procedura a evidenza pubblica, (b) a società mista e, infine, (c) a società *in house*. Resta ammessa la gestione in economia o mediante aziende speciali, «limitatamente ai servizi diversi da quelli a rete».

² La partecipazione del socio privato non deve comportare controllo o potere di veto o l'esercizio di un'influenza determinante sulla società controllata. Sui requisiti che legittimano il ricorso alla società domestica v., tra gli altri, i contributi di: V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Wolters Kluwer, 2016, 1039 ss.; C. PECORARO, *Sul controllo analogo nelle società in house providing*, Milano, 2021, e M. CIAN, *I requisiti qualificatori della società in house*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 196 ss.

Le caratteristiche tipologiche della società *in house providing* lasciano intravedere le (non poche) difficoltà nell'ipotesi in cui una società di questo tipo (ma discorso analogo potrebbe essere svolto – *mutatis mutandis* – per quelle a partecipazione pubblica) venga assoggettata a una procedura concorsuale. E questo vale, *a fortiori*, nel caso in cui la società domestica sia affidataria della gestione di servizi pubblici locali.

In questa prospettiva, problemi di compatibilità potrebbero attingere, prima di tutto, la continuità del servizio esercitato dalla società affidataria; servizio che solitamente assume i connotati del servizio pubblico: gli utenti potrebbero difatti ritrovarsi privati dell'erogazione del servizio in ragione degli effetti (noti) che conseguono alla sottoposizione di un ente a una procedura concorsuale. Non meno importanti sarebbero le conseguenze ricollegabili alla gestione dell'impresa (pubblica) insolvente da parte di un soggetto (su tutti, il curatore) il quale deve “gestire” l'impresa avendo riguardo all'interesse dei creditori (e, solo in via eventuale e/o subordinata, a quello degli utenti o, più in generale, degli *stakeholders*).

Incertezza ulteriore potrebbe riguardare la sorte proprio del modello organizzativo in discorso nella sede concorsuale: di non semplice soluzione è, difatti, il dubbio relativo alla sopravvivenza delle clausole – in particolare, di quelle inserite nello statuto sociale (v., su tutte, la deroga all'art. 2380-*bis* c.c.) – idonee a realizzare il rapporto organico tra ente locale e società *in house providing*³.

Vero è tuttavia che, a monte, la questione relativa alla fallibilità (oggi alla procedura di liquidazione giudiziale) della società pubblica e, per quel che rileva in questa sede, della società *in house providing* parrebbe ormai risolta grazie ad alcuni (inequivocabili) indici di carattere normativo.

Tra questi, è possibile citare, in termini paradigmatici, l'art. 14 del d.lgs. n. 175/2016 (T.u. partecipate) che ha previsto l'assoggettamento delle società a partecipazione pubblica alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo e, più di recente, l'art. 1, comma 3, del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. n. 14/2019), il

³ Simili interrogativi risultano essere stati affrontati, in dottrina, prima della riforma introdotta dal Codice della crisi d'impresa da D. DE FILIPPIS, *La garanzia della continuità del servizio pubblico locale nella crisi e nell'insolvenza delle società pubbliche affidatarie del servizio*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 731 ss.

quale, nel fare salve le disposizioni delle leggi speciali in materia di crisi di impresa delle società pubbliche, ha implicitamente confermato la generale applicabilità della disciplina sulla crisi d'impresa anche a tali società⁴.

Sul piano interpretativo, residua, nondimeno, un problema che afferisce all'adeguamento di alcune delle disposizioni dettate dal Codice della crisi alle società pubbliche e, in particolare, a quelle *in house providing*.

2. *Gli artt. 120-bis e ss. del d.lgs. n. 14/2019 e la loro problematica applicazione alle società in house providing.*

Tra le norme che la recente sopravvenienza legislativa in materia di crisi d'impresa ha dedicato alla gestione della società insolvente e/o in crisi e che, nella nostra prospettiva, potrebbero far sorgere qualche problema di coordinamento con la disciplina relativa alle società pubbliche, è possibile annoverare quelle dettate nella sezione VI-bis del Titolo IV del Codice della crisi relativa agli *strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società*.

In sintesi, l'art. 120-bis prevede che: (i) «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» (comma 1); (ii) «ai fini del buon esito della ristrutturazione il piano può prevedere qualsiasi 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» (comma 2); (iii) «gli amministratori sono tenuti a informare i soci dell'avvenuta decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e a riferire periodicamente del suo andamento» (comma 3); (iv) i soci non possono revocare gli amministratori che abbiano presentato una

⁴ Sul tema sia consentito il rinvio a C.L. APPIO, D. DE FILIPPIS, *Sulla fallibilità delle società a partecipazione pubblica*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 664 ss., e più di recente, con particolare riguardo alle società *in house providing*, C. GARILLI, *Società in house e crisi d'impresa alla luce dell'art. 14 TUSP*, in *Società*, 2021, 1055 ss.

domanda di accesso a uno degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, a meno che non ricorra una giusta causa⁵.

I meccanismi che consentirebbero un'attuazione "coattiva" dello strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza sono altresì contemplati, nella fase "esecutiva", dall'art. 120-*quinquies*. Tale norma prevede che, con l'omologazione, si *determinino «la riduzione e l'aumento del capitale e le altre modificazioni statutarie nei termini previsti dal piano»*; inoltre, sempre il provvedimento di omologazione *«demanda agli amministratori l'adozione di ogni atto necessario a darvi esecuzione e li autorizza a porre in essere (...) le ulteriori modificazioni statutarie programmate dal piano»*⁶.

L'impressione è che le norme menzionate avrebbero quale comune denominatore la (notevole) "compressione" delle prerogative decisionali/organizzative dei soci nel contesto della procedura di regolazione della crisi che la società abbia eventualmente attivato. E, ciò, secondo la Relazione illustrativa, sarebbe dovuto al fatto che

⁵ Giusta causa che non può essere rappresentata dalla presentazione della domanda di accesso alla procedura. Sulla portata di tale disposizione v., di recente, il decreto del 18 aprile 2023 del Tribunale di L'Aquila sul quale si tornerà nel prosieguo e che è stato oggetto di particolare attenzione da parte dei commentatori: v. E. 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*, in *Società*, 2023, 1094 ss., e F. VIOLA, *Accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e revoca degli amministratori di società in house*, in *Dir. fall.*, 2024, II, 384 ss.

⁶ Le norme menzionate sono state oggetto di commento, in dottrina, da parte di 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, 843 ss.; F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva degli amministratori nel diritto societario della crisi fra dogmatismo del legislatore e criticità operative*, in *Riv. soc.*, 2022, 1271 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, in *Riv. soc.*, 2022, 1254 ss.; A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, 945 ss.; R. BROGI, *I soci e gli strumenti di regolazione della crisi*, in *Fallimento*, 2022, 1290 ss.; R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, in *Società*, 2023, 1138 ss.; P. BENAZZO, *Gli strumenti di regolazione della crisi delle società e i diritti "corporativi": che ne resta dei soci?*, in *dirittodellacrisi.it*, articolo del 4 dicembre 2023, e, specialmente per la possibilità dell'interpello dei soci per la programmazione della gestione della crisi o dell'insolvenza, F. VIOLA, *Sul problematico coinvolgimento dei soci nella decisione di accedere ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2023, 974 ss.

l'avvio della ristrutturazione dei debiti e la definizione del contenuto del piano costituirebbero «*esecuzione degli obblighi (degli amministratori) 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, previsti dall'articolo 2086, secondo comma, del codice civile*»⁷.

Vero è, ancora, che le disposizioni menzionate costituiscono trasposizione nel diritto interno di quanto previsto dalla Direttiva c.d. Insolvency⁸ la quale, all'art. 12, impone(va) agli Stati membri di provvedere affinché «*ai detentori di strumenti di capitale non sia consentito di impedire o ostacolare irragionevolmente l'attuazione di un piano di ristrutturazione*». Sicché, in dottrina, la lettura alquanto condivisa è nel senso di ritenere che le norme prima citate abbiano inteso, in continuità con gli obblighi di attivazione gravanti sugli amministratori, “estromettere” i soci dall'esecuzione dello strumento di regolazione della crisi⁹, sul presupposto che questi potessero porre in essere, nell'esercizio dei propri diritti, condotte ostative all'esecuzione dello strumento di regolazione della crisi¹⁰.

Se questo è il quadro normativo (e le relative finalità), il passaggio ulteriore consiste nell'accertare se siffatte norme siano applicabili alle

⁷ Cfr. la Relazione illustrativa *sub* art. 25 del d.lgs. n. 83/2022.

⁸ Trattasi della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019.

⁹ Molto incisive, sul punto, si rivelano le osservazioni di F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva*, cit., 1292, per il quale i diritti di soci e investitori «“scolorano” – a prescindere dalla loro indiscussa subordinazione, in linea di principio, ai diritti dei creditori sociali (...) – al rango di interessi largamente, se non liberamente (stanti i limiti posti dagli artt. 41 e 42 Cost.), disponibili da parte dei soggetti funzionali depositari del potere di ristrutturazione della società in crisi: gli amministratori e il tribunale, con i suoi ausiliari».

¹⁰ Invero, E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house tra crisi di impresa e direzione e coordinamento del socio pubblico: alcune riflessioni alla luce del nuovo art. 120-bis, CCII*, in *Il diritto dell'economia*, 2023, 186, ha obiettato come l'intervento del legislatore interno sia stato comunque sproporzionato rispetto ai fini che si proponeva la Direttiva «ove si consideri che lo stesso non si è avvalso della facoltà – pure consentita – di adattare alla natura e alle dimensioni dell'impresa il significato da attribuire al divieto di “impedire od ostacolare irragionevolmente” l'adozione del piano di ristrutturazione». Dello stesso avviso pare, prima ancora, anche F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva*, cit., 1282.

società *in house providing* in ragione delle caratteristiche tipologiche di queste ultime, già prima descritte.

Si è rilevato come nelle società *in house providing* sarebbe strutturale l'influenza determinante del socio pubblico sulle materie di carattere strategico, quali, per l'appunto, l'individuazione degli strumenti per il superamento della crisi e delle operazioni straordinarie correlate alla sua attuazione (con la precisazione che le operazioni sul capitale sociale coinvolgerebbero il socio pubblico che è soggetto al noto divieto di soccorso finanziario¹¹)¹².

Con specifico riguardo all'art. 120-*bis* del Codice della crisi, sono, quindi, state avanzate diverse opzioni interpretative che spaziano dall'inapplicabilità della norma alla società domestica alla sua applicabilità *tout court*, proponendosi, finanche, un'applicazione con adattamenti.

Quanto alla tesi dell'inapplicabilità della norma (e di quelle altre pure dettate all'interno della medesima sezione) alle società *in house*, la stessa sarebbe contraddetta dall'assenza di preclusioni contenute nella disciplina di cui al d.lgs. n. 175/2016, che, anzi, non occupandosi di quanto previsto dall'art. 120-*bis* del Codice della crisi, necessiterebbe di essere "integrato" proprio richiamando la norma di carattere generale¹³.

D'altra parte, se l'applicazione alla società affidataria in via diretta potrebbe trovare conferma nel primo (e, al momento, a quanto consta,

¹¹ Trattasi, nello specifico, di quanto previsto dall'art. 14, comma 5, del d.lgs. n. 175/2016. Sul tema v., tra i contributi più recenti, G. COLTRARO, *La prevalenza dell'interesse (extra sociale) della P.A. sull'interesse dei creditori della società pubblica nella fase di crisi e di insolvenza tra CCII e TUSP*, in *Giust. civ.*, 2024, 141 ss.

¹² Il punto viene evidenziato, specialmente, da E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 187.

¹³ In tal senso è orientata pure E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 188 – 189, la quale aggiunge che «mentre la Direttiva attribuisce agli ordinamenti nazionali la possibilità di esonerare specifiche figure in quanto sottoposte ad un regime speciale (...), la tendenza del legislatore interno è invece quella di estendere l'applicazione di tali disposizioni, in quanto compatibili, anche agli imprenditori collettivi diversi dalle società (art. 120-*bis*, comma 6)».

unico) provvedimento in argomento¹⁴, essa potrebbe, in effetti, comportare qualche adattamento.

In particolare, la dottrina che si è interrogata sul punto ritiene che la situazione del socio pubblico sarebbe diversa da quella del socio che abbia interesse a interferire, in modo opportunistico, sull'accesso e sulla gestione della crisi, dovendo l'esercizio da parte dello stesso socio di un'influenza determinante su materie strategiche e significative per la società essere qualificata alla stregua di una condizione di esistenza della stessa fattispecie *in house providing*¹⁵.

Ora, anche a voler prescindere da simili proposte ricostruttive, che, comunque, pongono il problema di operare un'interpretazione "adeguatrice" delle disposizioni in questione rispetto alle società domestica (v. anche *infra*)¹⁶, è possibile procedere all'esame delle diverse questioni che si proveranno di seguito ad affrontare nella consapevolezza dell'applicabilità dell'art. 120-bis (e delle altre norme che formano la stessa sezione) alle società *in house providing*.

3. Il ruolo del socio pubblico prima dell'accesso allo strumento di regolazione della crisi.

È allora possibile passare a esaminare la prima delle previsioni di cui al citato art. 120-bis, ovvero quella che consente all'organo gestorio di decidere – *in via esclusiva* – l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, determinandone anche il contenuto della

¹⁴ Cfr. il richiamato provvedimento del 18 aprile 2023 emesso dal Tribunale di L'Aquila: nel decreto si dà, in effetti, per pacifica l'applicazione dell'art. 120-bis.

¹⁵ E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 191, distingue, allora, tra l'esercizio «fisiologico» del controllo analogo e l'intervento del socio pubblico che «possa ingiustificatamente rallentare la risoluzione della crisi e l'adozione di adeguate misure di risanamento», esponendo il socio medesimo alle conseguenti responsabilità e intestando agli amministratori il compito di trovare «di volta in volta soluzioni atte a risolvere il conflitto tra l'esigenza di attuare il controllo analogo e quella di consentire una rapida gestione della crisi attraverso gli strumenti più appropriati».

¹⁶ Operazione, peraltro, non nuova dal punto di vista ermeneutico con riguardo alle società pubbliche: si veda, in tal senso, il tentativo posto in essere da D. DE FILIPPIS, *Composizione negoziata della crisi e società pubbliche. Spunti per un'interpretazione «adeguatrice»*, in *I Battelli del Reno*, 2022, 1 ss., a proposito della disciplina in tema di composizione negoziata della crisi.

proposta e le condizioni del piano. La stessa norma, al comma 3, grava, poi, l'organo amministrativo dell'obbligo dell'informativa ai soci della decisione di accedere allo strumento prescelto.

Se, in generale, la soluzione di assegnare alla competenza esclusiva degli amministratori di tutte le società la verifica delle condizioni di crisi e di insolvenza e quella di decidere quale strumento di regolazione della crisi adottare parrebbe coerente con il sistema che intesta proprio agli amministratori una gestione improntata alla prevenzione della crisi, avuto riguardo specialmente al novellato art. 2086 c.c.¹⁷, qualche dubbio sorge a proposito della coerenza di tale previsione con le caratteristiche “tipologiche” della società domestica.

Difatti, nel caso delle società pubbliche *in house providing*, come detto, vige una stretta relazione che connota i rapporti tra i soci e la *governance*, con la conseguenza che potrebbe prospettarsi la necessità, al contrario di quanto accade nelle società di diritto comune, di coinvolgere i soci nella scelta di sottoporre la società domestica a una procedura concorsuale.

In questo senso, potrebbero convergere alcuni argomenti, quali: (i) l'esigenza di contemperare, nella decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi, la pleora di interessi che vengono in evidenza; contemperamento che, nel caso di società affidataria della gestione di un servizio pubblico, solo l'ente locale-socio parrebbe in grado di effettuare, tra l'altro, con la garanzia della continuità nell'erogazione del servizio; (ii) sul piano più strettamente societario, la competenza esclusiva dell'organo amministrativo sembrerebbe confliggere con la (eventuale) presenza, all'interno dello statuto societario, di clausole essenziali per integrare il requisito del controllo analogo (v., su tutte, la già citata deroga all'art. 2380-*bis* c.c.).

In un caso e nell'altro, la norma del Codice della crisi andrebbe dunque a comprimere prerogative o, finanche, a “neutralizzare” deroghe al diritto societario che lo stesso Testo unico ha ammesso. Né basterebbe sostenere che, per impedire una simile conseguenza, il socio pubblico sarebbe coinvolto, nella decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi o dell'insolvenza, *ex post*, ovvero per mezzo dell'informativa – prevista per legge – sulla decisione assunta (*rectius*,

¹⁷ In tal senso è l'opinione, tra gli altri, di N. MICIELI, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., 869.

come dice la legge, *avvenuta*) di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza. Un coinvolgimento di questo tipo sarebbe, a dir poco, sproporzionato a fronte di così estese prerogative riconosciute al socio pubblico.

Questo autorizzerebbe, perlomeno in astratto, l'interprete a proporre soluzioni interpretative idonee a "rivedere" l'applicazione del precetto che vorrebbe i soci pubblici del tutto estromessi dalla condivisione della scelta, nel caso di società *in house providing*.

Un ostacolo a una simile iniziativa sarebbe rappresentato, tuttavia, dall'assenza di deroghe (testuali) nella norma del Codice della crisi; né, in tal senso, potrebbe considerarsi utile invocare il precetto dello stesso Codice (art. 1, comma 3) che fa salve «*le disposizioni delle leggi speciali in materia di crisi di impresa delle società pubbliche*», dovendosi constatare come, nel Testo unico partecipate, non vi sia una norma che si riferisca (né in modo esplicito né, tantomeno, in modo implicito) alla fattispecie che si sta considerando¹⁸.

Peraltro, anche nel citato provvedimento che, per primo, ha affrontato l'applicazione dell'art. 120-*bis* a una società domestica è stato affermato che la decisione di accedere a una procedura concorsuale non necessiterebbe di preventivi confronti, pareri o approvazioni di sorta da parte degli altri organi sociali, spettando la decisione, in via esclusiva, all'organo amministrativo.

Insomma, soppesando le ragioni favorevoli e contrarie, il tentativo interpretativo prospettato poco prima sembra, immediatamente, arenarsi. Gli argomenti in senso contrario parrebbero, in effetti, maggiormente solidi. Difatti, pur tralasciando la pronuncia giurisprudenziale citata (la quale ben potrebbe essere superata, in un futuro prossimo, da orientamenti successivi di segno contrario: v., in generale, anche *infra*), ostativa sarebbe, in special modo, l'impossibilità di disapplicare una norma valida per tutte le società.

¹⁸ Sul punto, v. pure E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 191.

4. Il socio pubblico e la fase successiva all'accesso allo strumento di regolazione della crisi.

Proseguendo nell'esame della posizione del socio pubblico in pendenza della procedura concorsuale azionata, si possono, a questo proposito, distinguere tra due momenti: il primo è collegabile a quello appena analizzato, ovvero il diritto dei soci di ricevere informazioni in pendenza della procedura, l'altro riguarda, invece, il contenuto del piano.

4.1. (segue) Il diritto dei soci di ricevere informazioni sull'andamento della procedura.

Come detto, l'art. 120-*bis* contempla, tra l'altro, l'obbligo per gli amministratori di riferire periodicamente ai soci sull'andamento della procedura cui abbiano ritenuto di accedere. Commentando tale previsione, la dottrina ha ritenuto che: (i) la sede "naturale" di siffatte comunicazioni dovrebbe essere l'assemblea, ancorché la legge non escluda altre forme (e sedi) di informazione; (ii) la periodicità della comunicazione non è stabilita per intervalli di tempo determinati, ma occorre aver riguardo a «criteri che realizzino un ragionevole equilibrio tra contrastanti esigenze, non ultima quella dell'efficienza dell'azione amministrativa»; (iii) l'operato degli amministratori, nell'effettuare l'informativa in questione, dovrebbe essere improntato a correttezza e buona fede¹⁹.

In sintesi, parrebbe pacifico che, nei confronti del socio, sia dovuta una costante e aggiornata informativa da parte dell'organo gestorio sulla procedura; per converso, al medesimo socio è attribuibile l'esercizio di prerogative di carattere informativo attinenti all'andamento della procedura medesima.

Trattasi, ad ogni modo, di diritti che si appalesano tanto più essenziali al cospetto del socio pubblico che rimarrebbe, comunque, titolare del controllo analogo sulla società partecipata, con un aggravio – è da ritenere – delle responsabilità dell'organo gestorio in difetto di adempimento dell'obbligo in discorso o (il che è lo stesso) in caso di suo negligente adempimento.

¹⁹ Così M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso*, cit., 1257.

Ma, sugli strumenti per far valere le responsabilità dell'amministratore di società sottoposta a una procedura concorsuale si tornerà a breve.

In particolare, l'eventuale scostamento da quanto previsto nel piano, anch'esso oggetto di apposita informativa ai soci, avrebbe conseguenze di non poco momento, determinando l'insostenibilità del piano medesimo e, in definitiva, l'impossibilità di darvi attuazione, con conseguente necessità di provvedere alle opportune modifiche, ove possibili²⁰. Sicché, in questi casi, dovrebbe procedersi, per l'appunto, alla convocazione del comitato per il controllo analogo (o organi simili), se esistente, o dell'assemblea per rendere i soci informati sullo stato di avanzamento del piano e sulle iniziative idonee a modificarlo per darvi corretta esecuzione.

Da tanto deriverebbe l'obbligo (in realtà, sussistente *ex lege*) in capo all'organo amministrativo e di controllo di verificare attentamente l'esecuzione del piano e segnalare tempestivamente eventuali scostamenti. E, in questa prospettiva, anche gli enti locali-soci dovrebbero, nelle sedi opportune (per esempio, il comitato per il controllo analogo, ove costituito) e con i mezzi di maggiore trasparenza possibile, proporre apposite richieste all'organo gestorio. All'esito della acquisizione delle predette informative, potrà valutarsi, come detto, la rilevanza di eventuali scostamenti sul piano e la necessità di apportare modifiche.

Insomma, al socio della società *in house* spetta il diritto a essere informato sull'andamento della procedura concorsuale pendente nei termini appena enunciati. È appena il caso di ribadire che il diritto in questione è da reputarsi, in ogni caso, "rafforzato" rispetto a quello *ordinariamente* esercitabile da parte del socio di società di diritto comune, in considerazione di quell'ingerenza tipica (e ontologica) della pubblica amministrazione-socia sulla gestione della società, anche se in crisi. Il tutto anche nella prospettiva di evitare eventuali responsabilità, anche per condotte omissive, da eterodirezione dell'ente socio (su cui v. *infra*).

²⁰ Si pensi, a tacer d'altro, a quanto previsto per l'accordo di ristrutturazione dei debiti dall'art. 58, comma 2, del Codice della crisi. In termini più ampi, è possibile considerare quanto previsto dal secondo comma dell'art. 120-*bis* che, con l'inciso «*anche modificato prima dell'omologazione*», sembra riferirsi proprio all'eventualità ipotizzata nel testo.

4.2. (segue) *Il contenuto del piano: modifiche statutarie, operazioni sul capitale e straordinarie.*

Si è detto che, nella “compressione” dei diritti di partecipazione dei soci, rientra anche l’impossibilità, per questi, di condizionare, con una loro deliberazione, le decisioni sull’attuazione di operazioni (sul capitale o straordinarie) idonee a incidere direttamente sui loro diritti. Operazioni che potrebbero finanche condurre alla “soppressione” della posizione stessa del socio. Per far questo, il citato art. 120-*quinquies* non richiederebbe neppure il passaggio assembleare, essendo, sotto questo profilo, sufficiente il provvedimento di omologazione, che, tra l’altro, autorizzerebbe gli amministratori a compiere ogni ulteriore modificazione statutaria programmata dal piano.

Invero, simili operazioni paiono suscettibili di mettere a repentaglio la sopravvivenza del modello stesso delle società partecipate da una pubblica amministrazione, *in house* o miste, portando a una sostanziale disapplicazione – in difetto, allo stato, di disposizioni di coordinamento tra i due “sistemi” normativi – delle norme del d.lgs. n. 175/2016.

Problemi di compatibilità potrebbero prospettarsi, partitamente, nella parte in cui la norma consente all’organo gestorio «*qualsiasi modificazione dello statuto della società debitrice*», «*limitazione o esclusione del diritto d’opzione*» o «*altre modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci*», oltre che «*fusioni, scissioni e trasformazioni*».

Per le società a partecipazione pubblica valgono, com’è noto, regole che impongono il coinvolgimento, a livello procedimentale, della pubblica amministrazione in caso, a tacer d’altro, di vincoli d’attività, costituzione, modifiche significative dell’oggetto sociale, trasformazione e alienazione della partecipazione sociale²¹. Ma, quello che desta maggiori timori sul piano della coerenza del sistema della crisi dell’impresa pubblica sarebbe la possibilità, in astratto ammessa dalle norme valide per le società di diritto comune, di apportare modifiche allo statuto, nonché di ridimensionare, con la limitazione o

²¹ Cfr., segnatamente, l’art. 10 del Testo unico partecipate: per un commento alla norma v., tra i più recenti, quello di F. FRENI, *Sub art. 10*, in G. Morbidelli (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 275 ss.

l'esclusione del diritto d'opzione, la partecipazione del socio pubblico alla società *in house providing*.

L'impressione è che le modifiche allo statuto della società domestica non potrebbero andare a incidere su quelle norme dello statuto idonee a configurare *tipologicamente* tale società: così sarebbe, per citarne alcune, per la già richiamata deroga all'art. 2380-*bis* c.c. oppure l'istituzione di uffici di controllo interno a norma dell'art. 6, comma 3, lett. b) del Testo unico partecipate oppure, ancora, la dedizione, prevista dallo statuto, di oltre l'ottanta per cento del fatturato per lo svolgimento dei compiti affidati alla società dall'ente pubblico o dagli enti pubblici soci.

Ragionando diversamente, si consentirebbe all'organo gestorio – che pure sarebbe espressione dell'ente pubblico-socio – di realizzare un vero e proprio “colpo di mano” tale da ridimensionare il ruolo del socio stesso o, specialmente in caso di società pluripartecipata, liberarsi dell'ente pubblico-socio “sgradito” a quello di maggioranza; parallelamente, così facendo, si potrebbe finanche determinare il venire meno dei requisiti che legittimano l'affidamento in via diretta.

Certamente, in questa logica, non è possibile non considerare alcuni strumenti “difensivi” a disposizione del socio: a mente del comma 3 dell'art. 120-*quater*, il socio pubblico potrebbe opporsi all'omologazione²² oppure, prima ancora, in base all'art. 120-*bis*, comma 5, «*i soci che rappresentano almeno il dieci per cento del capitale sono legittimati alla presentazione di proposte concorrenti*».

Si tratterebbe, nondimeno, di rimedi che presentano qualche difficoltà applicativa. Il primo dovrebbe, infatti, misurarsi con l'alternativa liquidatoria. Nel discorso che si sta conducendo non è in discussione, tuttavia, l'eventualità che venga offerto al socio pubblico un trattamento più conveniente di quello che otterrebbe in caso di liquidazione, ma la circostanza che, a seguito delle modifiche statutarie, l'organo gestorio potrebbe operare “in solitaria”; situazione, quest'ultima, che, a ben vedere, non potrebbe fondare l'opposizione. Invece, la possibilità di presentare proposte concorrenti, da parte dei

²² In generale, com'è stato evidenziato da R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, cit., 1147 s., il «principale strumento di difesa dei soci risiede nella possibilità di opporsi all'omologazione, qualora il concordato sarebbe per loro meno favorevole rispetto all'alternativa liquidatoria, come indicato dal comma 3 dell'art. 120-*quater* CCII».

soci, sarebbe comunque subordinata al raggiungimento di una percentuale del capitale sociale che, specialmente per la società *in house* pluripartecipata (ove si assiste, sovente, a una “polverizzazione” del capitale sociale), potrebbe non essere agevolmente raggiungibile.

Se si ritengono insufficienti siffatti congegni, l’alternativa al momento praticabile consiste nel proporre un adeguamento delle norme dettate per la crisi e l’insolvenza delle società, calandole nella disciplina propria di quelle pubbliche ed evitando, per tal via, quei conflitti fra i due diversi plessi normativi che metterebbero a serio rischio la coerenza interna del sistema.

5. La responsabilità dell’organo gestorio nella conduzione del risanamento della società pubblica.

Poco prima, si accennava alla possibilità che il non corretto adempimento da parte dell’organo gestorio nella conduzione del risanamento dell’impresa pubblica potrebbe determinare una responsabilità dell’organo medesimo nei confronti del socio; il che sollecita, in generale, la riflessione in merito alla sorte delle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori in pendenza di una procedura concorsuale²³.

Per le società di diritto comune, è stato osservato come la responsabilità in cui potrebbero incorrere gli amministratori consisterebbe nella necessità di trovare una sintesi tra i vari interessi in gioco e, nello specifico, nella verifica se sia stata o meno giustificata la scelta di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell’insolvenza piuttosto che, per esempio, “sondare” la disponibilità dei soci a intervenire con nuovi conferimenti o finanziamenti, oppure proporre, sin da subito, l’apertura della liquidazione giudiziale²⁴.

²³ Secondo A. SANTONI, *Doveri e responsabilità degli amministratori durante le procedure di ristrutturazione*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 829, «per quanto attiene all’azione sociale di responsabilità, dal deposito della domanda di concordato fino alla relativa omologazione, la società e gli altri soggetti legittimati (...) conservano la legittimazione alla prosecuzione o all’esercizio dell’azione, senza necessità di autorizzazione del giudice delegato dal tribunale, non trattandosi di atto eccedente l’ordinaria amministrazione, bensì di un atto di realizzazione dell’attivo».

²⁴ In questi termini v. M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l’accesso*, cit., 1267, il quale richiama, nello specifico, l’art. 19 della già citata Direttiva *Insolvency* a mente del quale «gli Stati membri provvedono affinché, qualora sussista probabilità di

In quest'ambito, sempre secondo questa dottrina, più direttamente attinti, in caso di erronea (intesa come negligente, irragionevole o dolosa) scelta dello strumento di regolazione della crisi, sarebbero i soci e i creditori i quali potrebbero far valere ciascuno per sé il pregiudizio patito, se ricorrono gli altri presupposti per l'esercizio dell'azione²⁵.

Ancora in generale, sarebbe da valutare – tra i rimedi esperibili nei confronti dell'organo gestorio – la possibilità di procedere alla sua revoca, anche in assenza di una giusta causa. Il tema riguarda, in questo caso, la vigenza della previsione che impone, come visto sopra, che la revoca degli amministratori sia inefficace se non ricorre una giusta causa «*dalla iscrizione della decisione nel registro delle imprese e fino alla sua omologazione*». Secondo l'interpretazione che pare più persuasiva, dopo l'omologazione e «solo per fatti sopravvenuti», riprenderebbe, in ogni caso, vigore «l'ordinario regime di revocabilità degli amministratori senza necessità di alcun preventivo controllo giudiziario, salvo il diritto al risarcimento del danno sofferto dall'amministratore ingiustificatamente revocato»²⁶.

In linea di principio, le considerazioni appena svolte permettono di ritenere esperibili – in pendenza di una procedura concorsuale e sul presupposto che ricorrano le condizioni previste dalla legge –: (a) l'azione di responsabilità nei confronti dell'organo gestorio da parte della società sia per condotte anteriori all'attivazione dello strumento di regolazione della crisi lesive del patrimonio sociale sia per quelle condotte più direttamente collegate alla gestione della crisi (o dell'insolvenza), come, per citarne alcune, proprio il mancato o carente adempimento dell'obbligo di informativa ai soci sull'andamento della procedura; (b) l'azione di responsabilità esercitata dal singolo socio il

insolvenza, i dirigenti tengano debitamente conto come minimo dei seguenti elementi: a) gli interessi dei creditori, e dei detentori di strumenti di capitale e degli altri portatori di interessi; b) la necessità di prendere misure per evitare l'insolvenza; e c) la necessità di evitare condotte che, deliberatamente o per grave negligenza, mettono in pericolo la sostenibilità economica dell'impresa».

²⁵ Sempre per M.S. SPOLIDORO, *ivi*, 1268, «la società, allorché divenga insolvente, non abbia un proprio interesse a essere liquidata o ristrutturata in un modo o nell'altro»; del pari, la tutela dei creditori sociali «sembrerebbe (per quanto attiene alla loro considerazione come collettività all'interno di eventuali classi omogenee) inserita nella disciplina dei vari strumenti che disciplinano la crisi di impresa insolvente».

²⁶ Così R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, cit., 1150.

quale potrebbe dolersi del pregiudizio patito in via diretta, per effetto di condotte dell'organo gestorio che, prima o dopo l'attivazione dello strumento di regolazione della crisi, abbiano provocato un danno diretto al suo patrimonio, che non sia legato, per costante giurisprudenza, alla conservazione del patrimonio sociale²⁷.

Le conclusioni appena raggiunte, in punto di società di diritto comune, sembrano necessitare di qualche precisazione, ove si tenga conto delle specificità delle società pubbliche in crisi (o insolventi).

Da questo punto di vista, occorre difatti considerare la previsione di cui all'art. 12 del T.u. partecipate a mente della quale «*i componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società partecipate sono soggetti alle azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali, salva la giurisdizione della Corte dei conti per il danno erariale causato dagli amministratori e dai dipendenti delle società in house*».

Da tale norma – e, in particolare, dall'inciso appena riportato – potrebbe ricavarsi, sul piano interpretativo, l'attribuzione, in via esclusiva, della giurisdizione sull'azione per *mala gestio* esercitata nei confronti dell'amministratore di società *in house* al giudice contabile, con applicazione di regole differenti per il relativo accertamento.

Ciò, nondimeno, non sembrerebbe provocare una limitazione ai fini dell'esperimento dell'azione da parte degli stessi soci della società e dei creditori sociali dinanzi al giudice civile: è prevalso, in giurisprudenza, l'orientamento secondo cui «ove anche sia ipotizzabile la giurisdizione della Corte dei conti, essendosi al cospetto di società qualificabili come *in house*, deve ravvisarsi la reciproca autonomia e quindi l'ammissibilità del concorso dell'azione di responsabilità ordinaria e contabile, anche quando trovino causa nei medesimi fatti materiali, e perfino ove la prima sia direttamente intentata dalle singole amministrazioni coinvolte (Cass. S.U. n. 26738/2021). Infatti (cfr. Cass. S.U. ord. 19/02/2019, n. 4883), l'azione di responsabilità per danno erariale e quella di responsabilità civile promossa dalle singole

²⁷ Con riguardo all'esercizio dell'azione di cui all'art. 2395 c.c., A. SANTONI, *Doveri e responsabilità degli amministratori*, cit., 830, non ritiene che ai soci «si possa riconoscere il diritto di impugnare le deliberazioni lesive dei loro diritti *ex art. 2388, 4° comma, c.c.*, assunte dagli amministratori in attuazione del piano, posto che quest'ultimo, in tale fase, sembrerebbe rappresentare il principale parametro di legittimità dell'attività gestoria».

amministrazioni interessate davanti al giudice ordinario restano reciprocamente indipendenti, anche quando investano i medesimi fatti materiali, essendo la prima volta alla tutela dell'interesse pubblico generale, al buon andamento della Pubblica amministrazione ed al corretto impiego delle risorse, con funzione prevalentemente sanzionatoria, e la seconda, invece, al pieno ristoro del danno, con funzione riparatoria ed integralmente compensativa, a protezione dell'interesse particolare della parte attrice (conf. Cass. S.U. 10019/2019). Ne deriva che eventuali interferenze tra i due giudizi integrano una questione, non di giurisdizione, ma di proponibilità dell'azione di responsabilità innanzi al giudice contabile, da far valere peraltro dinanzi al giudice successivamente adito (Cass. S.U. n. 5978/2022; Cass. S.U. n. 15570/2021)»²⁸.

In sintesi, non v'è dubbio che, in sede assembleare, possa deliberarsi sull'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti dell'organo gestorio (che abbia rivestito la carica negli intervalli di tempo in cui sono stati commessi gli atti di cattiva amministrazione), applicandosi le regole proprie del diritto societario, anche sul piano processuale.

Ulteriore angolo visuale dal quale guardare al profilo della responsabilità dell'organo gestorio della società *in house providing* è quello della responsabilità nella quale potrebbe incorrere la pubblica amministrazione-socia nel caso di abuso dell'attività di direzione unitaria.

L'indirizzo giurisprudenziale che si sta formando di recente è nel senso di ritenere che il controllo analogo possa essere ricondotto a una manifestazione dell'attività di direzione e coordinamento, pervenendosi, finanche, a ritenere che la direzione unitaria dell'ente pubblico sulla società domestica sarebbe da considerare *in re ipsa*, essendo il controllo analogo esercitato nell'interesse dell'ente e non in quello esclusivo della società controllata²⁹.

²⁸ Così, di recente, Cass., sez. un., 12 maggio 2023, n. 13088, in *DeJure*. Per una ricostruzione, anche con gli opportuni riferimenti giurisprudenziali, dell'articolata materia si rinvia al contributo di A. SCARPA, *Società in house e riparto di giurisdizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 460 ss.

²⁹ Cfr., su tutte, Trib. Palermo, 12 luglio 2023, n. 3467, in *DeJure*. Per l'estensione anche alla pubblica amministrazione-socia dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento: oltre alla citata sentenza poco prima, v., di recente, pure Trib. Napoli, 5 ottobre 2023, n. 9020, che ha ritenuto ammissibile l'azione *ex art.* 2497 c.c. sul

La questione che, in questa prospettiva, resta da risolvere è se, nell'esercizio di una siffatta attività, alla pubblica amministrazione-socia possa imputarsi una responsabilità da direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c.*: a fronte dell'indirizzo negativo, che si basa sulla norma d'interpretazione autentica di cui all'art. 19, comma 6, d.l. n. 78/2009³⁰, è in via di consolidamento la posizione (opposta) che, tenendo conto dell'evoluzione del sistema (e, anche, del diritto della crisi d'impresa), considera ingiustificata l'esclusione della pubblica amministrazione-socia dall'ambito applicativo della norma codicistica sulla responsabilità da abuso di eterodirezione³¹.

Responsabilità che, nel caso di specie, potrebbe attingere, per esempio, l'ente pubblico-*holding* che abbia impartito le direttive – rivelatesi, poi, pregiudizievoli – in merito al contenuto dello strumento di regolazione della crisi prescelto dalla società debitrice sottoposta alla sua direzione e, in particolare, alle modificazioni statutarie a esso

presupposto che tale norma si riferisca genericamente alla società e agli enti che esercitano attività di direzione e coordinamento, essendo irrilevante, in questa prospettiva, il citato art. 19, comma 6, d.l. n. 78/2009.

³⁰ Tale norma stabilisce, nello specifico, che «l'articolo 2497, primo comma, del codice civile, si interpreta nel senso che per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell'ambito della propria attività imprenditoriale ovvero finalità di natura economica o finanziaria». Nonostante tale previsione, già i primi commentatori negavano comunque la sottrazione dello Stato: v., tra gli altri, V. CARIELLO, *Brevi note critiche sul privilegio dell'esonero dello Stato dall'applicazione dell'art. 2497, co. 1, c.c. (art. 19, co. 6, d.l. n. 78/2009)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 343 s., P. MONTALENTI, *Le società a partecipazione pubblica: spunti di riflessione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, 10 s., P. BENAZZO, *La governance nelle società a partecipazione pubblica tra diritto comune e diritto speciale*, in *RDS*, 2011, 17 s., e F. FIMMANÒ, *L'ordinamento delle società pubbliche tra natura del soggetto e natura dell'attività*, in F. Fimmanò (a cura di), *Società pubbliche: ordinamento, crisi ed insolvenza*, Milano, 2011, 13 s., rileva come si tratta di una norma «assai discutibile, apparentemente generale, invece diretta ad un caso specifico e cioè la vicenda della crisi Alitalia».

³¹ Si veda, in questo senso, la posizione di E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 194 ss., la quale ritiene che la disapplicazione della responsabilità *ex art. 2497 c.c.* per le società partecipate comporterebbe, da un lato, «un arretramento della tutela dei soci e dei creditori delle stesse (i quali non potrebbero disporre degli specifici strumenti di tutela preventiva e risarcitoria previsti *ex artt. 2497 ss., c.c.)*», dall'altro, «porrebbe il socio pubblico in una situazione di ingiustificato privilegio rispetto a qualsiasi altro soggetto privato che ponga in essere la medesima condotta e produca i medesimi effetti pregiudizievoli».

correlate³². E, prima ancora, sullo stesso socio graverebbe comunque un potere-dovere di monitoraggio sulla società eterodiretta quanto alla prevenzione della crisi e all'allestimento di strumenti tempestivi e adeguati in presenza di segnali di emersione.

6. Sintesi dei risultati raggiunti e un pronostico conclusivo.

All'esito delle questioni affrontate, è lecito svolgere qualche riflessione conclusiva a proposito del (generale) rapporto tra diritto della crisi d'impresa e disciplina delle società pubbliche. Lo specifico angolo visuale che è stato prescelto ha mostrato difatti come l'applicazione alla società *in house providing* degli artt. 120-*bis* e seguenti del Codice della crisi implichi qualche adeguamento sul piano interpretativo.

Si è detto, in particolare, che l'applicazione di siffatte norme alla società domestica comporta che: (a) l'ente pubblico-socio è titolare di un diritto a ricevere informazioni che, in considerazione delle caratteristiche tipologiche della società *in house*, parrebbe "rafforzato" rispetto a quello ordinariamente esercitabile da qualsiasi altro socio (di società di diritto comune); (b) le modifiche statutarie o le operazioni sul capitale e straordinarie potrebbero essere incluse nel piano di risanamento posto a fondamento dello strumento di regolazione della crisi, a patto che si possano salvaguardare quelle disposizioni, valide, specialmente, per le società a controllo pubblico, che impongono svariati limiti sotto tali profili; (c) nell'ipotesi di inesatto inadempimento (o mancato adempimento) del predetto obbligo informativo e, in ogni caso, in presenza degli estremi per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità o di quella da esercitarsi dal singolo socio, sono esperibili tali azioni (o la revoca degli amministratori) anche in pendenza della procedura concorsuale, tenendosi presente, in questa prospettiva, il necessario coordinamento con le norme dettate per l'azione di responsabilità esercitata nell'ambito di una società a partecipazione pubblica.

³² E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 200, ammette che la riserva di competenza amministrativa *ex art. 120-bis* del Codice della crisi non impedisca all'ente di porre in essere quanto si prospetta nel testo.

In altri termini, per evitare che si venga a creare un *vulnus* nel rapporto tra generale (diritto della crisi d'impresa) e particolare (la disciplina dettata per le società pubbliche) devono ipotizzarsi margini all'interno dei quali l'interprete possa operare comunque un coordinamento, che, se non effettuato, rischierebbe, come detto, di minare la coerenza interna del sistema e, nello specifico, di quel diritto delle società pubbliche che si è inteso avvicinare il più possibile a quello delle società di diritto comune.

A tal proposito, un'avvertenza sembra, però, farsi spazio rispetto a una (indubbia) esigenza di questo tipo: la difficoltà maggiore riguarderebbe l'ipotesi in cui la disciplina "speciale" non contenga deroghe a quella generale, non potendosi invocare la già citata norma di cui all'art. 1, comma 3, del Codice della crisi; in casi come questi, l'opera di "adeguamento" non pare, francamente, agevole.

Invero, a fronte delle difficoltà di "contestualizzazione" della norma generale al cospetto della società *in house providing*, è agevolmente pronosticabile il formarsi di posizioni differenziate tra dottrina e giurisprudenza, come, peraltro, conferma il caso della prima pronuncia sull'art. 120-*bis* con riguardo alla società domestica, con buona pace non solo della certezza del diritto ma soprattutto con lo spettro di un ritorno a una stagione fatta di (continui) *revirements* non dissimile da quella, già vissuta, della fallibilità delle società pubbliche.

Il titolare effettivo di società nel nuovo Regolamento UE Antiriciclaggio (n. 2024/1624)

SOMMARIO: 1. Il nuovo pacchetto di disposizioni UE in materia di antiriciclaggio. – 2. La scarsa qualità del dettato normativo e l'utilità, sul piano ermeneutico, di una frequente comparazione tra le diverse versioni linguistiche del Regolamento. – 3. La ricognizione dell'area soggettiva di applicazione della nuova definizione del titolare effettivo. – 4. La riduzione dei criteri da tre a due: criterio della partecipazione (non più della proprietà) e criterio del controllo; abbandono del criterio residuale (e sua sopravvivenza in forma diversa e più appropriata). – 5. L'affermazione testuale del potenziale carattere cumulativo (e non solo alternativo o subordinato) dei due criteri. – 6. *Segue:* ambito del cumulo: controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e controllo di fatto (controllo con mezzi diversi)? – 7. *Segue:* controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e (mera) partecipazione (tra il 25% e il 50%)? Concorso di forme diverse di controllo di fatto (interno ed esterno) e di controllo di diritto? – 8. Il criterio della "partecipazione": partecipazione al capitale o tramite diritti. – 9. Il riferimento alla "proprietà": la questione dei diritti reali parziali. – 10. La "proprietà indiretta": tra "top down" (come criterio principale) e "moltiplicatore" (come criterio residuale). – 11. Il cumulo delle partecipazioni (dirette e indirette). – 12. Il criterio del controllo: sub-articolazioni; controllo diretto e indiretto. – 13. Il "controllo del soggetto giuridico": l'influenza significativa. – 14. Il potere di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico. – 15. Il controllo attraverso una partecipazione. – 16. Il controllo con altri mezzi nelle ipotesi di cui al par. 3: a) tramite i diritti di voto. – 17. *Segue:* b) tramite la nomina o la revoca degli organi. – 18. *Segue:* c) tramite diritti di veto o di decisione. – 19. *Segue:* d) tramite le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o che comportano una movimentazione patrimoniale. – 20. *Segue:* il controllo con mezzi ulteriori e diversi, come quelli di cui al par. 4. Differenza e rapporto con le fattispecie di cui al par. 3.

1. Il nuovo pacchetto di disposizioni UE in materia di antiriciclaggio.

È stato varato il tanto atteso pacchetto di riforme della disciplina UE antiriciclaggio, composto: (i) dalla VI Direttiva Antiriciclaggio (Direttiva UE 2024/1640, del 31 maggio 2024, relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 e abroga la direttiva (UE) 2015/849 ("VI Direttiva AR"); (ii) dal Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo

(“Regolamento AR”); (iii) dal Regolamento (UE) 2024/1620 del 31 maggio 2024 che istituisce l’Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e che modifica i Regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010 (“Regolamento AMLA”).

Dei tre anni normativi, il secondo (il Regolamento AR) reca una nuova definizione del “titolare effettivo” di soggetti giuridici diversi dalle persone fisiche, che andrà a sostituire quella attualmente contenuta nell’art. 20, d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231¹, recante i “*Criteri per la determinazione della titolarità effettiva di clienti diversi dalle persone fisiche*”².

Muterà non solo la definizione, ma più a monte la stessa distribuzione del materiale normativo: non più una direttiva UE e una disciplina nazionale di recepimento, ma un regolamento UE e una disciplina nazionale di mera attuazione.

I tre anni normativi, già tutti in vigore, hanno tuttavia tempi di attuazione differenziati: (i) la VI Direttiva AR dovrà essere recepita entro il 10 luglio 2027 (ma gli artt. 11, 12, 13 e 15, relativi al registro dei titolari effettivi, dovranno esserlo entro il 10 luglio 2026 e l’art. 18, relativo al “punto di accesso unico alle informazioni sui beni immobili”, entro il 10 luglio 2029); (ii) il Regolamento AR troverà applicazione dal 10 luglio 2027 [salvo per i soggetti obbligati di cui all’art. 3, punto 3), lettere n) e o), ovverosia per agenti calcistici e società calcistiche professionistiche, ai quali si applicherà a decorrere dal 10 luglio 2029]; (iii) il Regolamento AMLA troverà applicazione dal 1° luglio 2025.

¹ Recante l’«Attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione».

² La definizione di “titolare effettivo” è, già a monte, dettata dall’art. 1, comma 2, lett. pp), come «la persona fisica o le persone fisiche, diverse dal cliente, nell’interesse della quale o delle quali, in ultima istanza, il rapporto continuativo è istaurato, la prestazione professionale è resa o l’operazione è eseguita».

2. *La scarsa qualità del dettato normativo e l'utilità, sul piano ermeneutico, di una frequente comparazione tra le diverse versioni linguistiche del Regolamento.*

La nuova definizione del titolare effettivo è contenuta negli articoli dal 51 al 54 del Regolamento AR.

Reiterando quella che è ormai una deprecabile abitudine in materia, anche la nuova definizione, così come quella attualmente dettata nel d.lgs. n. 231/2007, è connotata da una scadente qualità tecnica del dettato normativo, il cui linguaggio appare a tratti addirittura incomprensibile o tecnicamente inappropriato o frutto di una errata traduzione.

Avevo avuto modo di notare, commentando nei miei scritti precedenti sul tema³ l'attuale definizione, che ciò potrebbe in parte trovare una ragione (ma non una giustificazione) nel fatto che, trattandosi di disposizioni di origine eurounitaria, la loro formulazione risente della necessità di dover risultare compatibile con culture giuridiche e lessici tecnici tra loro variegati, con ogni conseguente difficoltà di tradurre il tutto in locuzioni unitarie e con un dettato normativo che inevitabilmente ne riflette tutta la fatica. Ma tale ragione non è sufficiente a giustificare quella che a tratti appare come una intollerabile sciattezza, che raggiunge il suo apice tutte quelle volte in cui, come vedremo più avanti, non ci si è curati neppure di verificare che le diverse versioni del Regolamento nelle varie lingue degli Stati membri, pur tutte egualmente ufficiali, fossero tra loro allineate. In un caso, poi, come quello in cui, nella versione italiana, si confonde l'espressione inglese "*liquidation balance*" con quella di "*liquidation balance sheet*", utilizzando quindi una formulazione del tutto errata (diritto al bilancio di liquidazione, anziché al saldo di liquidazione), nemmeno un comune traduttore tra quelli disponibili gratuitamente *on-*

³ V. DONATIVI, *Il "criterio della proprietà" nell'individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, in *Corporate Governance*, 2023, 719-746; *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 5-46; nonché anche *Disciplina antiriciclaggio e registro delle imprese (le "apposite sezioni" su titolari effettivi, trust e istituti giuridici affini)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 1125-1160; e *Le nuove "apposite sezioni" del registro delle imprese su titolari effettivi, trust e istituti giuridici affini nella disciplina antiriciclaggio*, (con F. Trovato), in *Corporate Governance*, 2023, 775-808.

line avrebbe commesso un errore analogo, sollevando quindi il dubbio (invero, inquietante) che il legislatore eurounitario sia spesso un burocrate inconsapevole (o, peggio ancora, del tutto incurante) dell'importanza di avvalersi di interpreti che abbiano una conoscenza del dato giuridico in misura sufficiente a consentire loro di maneggiare con la cura dovuta il materiale normativo che sono chiamati a tradurre.

Al di là delle valutazioni critiche e venendo al piano strettamente ermeneutico, mi pare che ciò costituisca ragione sufficiente ad indurre l'interprete a fare frequente ricorso alla comparazione tra le diverse versioni linguistiche anche al fine di trarne ogni possibile spunto per una più corretta lettura della formulazione in lingua italiana.

3. *La ricognizione dell'area soggettiva di applicazione della nuova definizione del titolare effettivo.*

Le disposizioni dedicate alla definizione del titolare effettivo di soggetti giuridici diversi dalle persone fisiche non utilizzano più l'espressione "soggetti diversi dalle persone fisiche", come nell'attuale art. 20, d.lgs. n. 231/2007, ma quella, più semplice e sintetica, di "soggetti giuridici".

Con tale locuzione, pertanto, ove non diversamente specificato, devono intendersi tutti i soggetti giuridici diversi dalla persona fisica: siano essi società o enti di natura diversa; e, tra le società, siano esse dotate o meno di personalità giuridica (società di capitali o società di persone), con ciò trovando conferma un'impostazione che avevo già personalmente sostenuto nell'interpretazione dell'attuale impianto normativo, contro letture restrittive per le quali lo stesso andrebbe restrittivamente inteso come implicitamente riferito ai soli soggetti giuridici dotati di personalità giuridica piena⁴.

Nella medesima direzione spinge anche il confronto con altre lingue ufficiali, nelle quali, del pari, le locuzioni utilizzate sono ampie e non circoscritte alle sole persone giuridiche. Così, ad es., *legal entities* in contrapposizione a *natural persons* (nella versione inglese), *entidades jurídicas*, in contrapposizione a *personas físicas* (in quella spagnola), o *entités juridiques* in contrapposizione a *personnes physiques* (nella

⁴ V. DONATIVI, *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 9 ss.

versione francese). A prima vista di segno diverso potrebbe suonare l'espressione tedesca *juristischen Personen*, ma che ben si comprende alla luce della sua contrapposizione alle *natürlichen Personen* (e non ad entità giuridiche non personificate).

Ciò premesso, occorre però svolgere due precisazioni.

La prima è che lo stesso Regolamento AR spesso effettua una distinzione, all'interno dei "soggetti giuridici", tra società e soggetti giuridici diversi.

La seconda è che, tuttavia, non sempre tale distinzione risulta chiara o consapevole e non sempre la distribuzione sistematica delle disposizioni dedicate alle sole società e di quelle dedicate a soggetti giuridici diversi dalle società appare chiara e coerente.

Così, salvo a tornare sulle singole disposizioni nel prosieguo, può essere utile rammentare che:

– sono testualmente riferiti, senza distinzioni, a "*soggetti giuridici*": gli artt. 51, par. 1, nel cappello introduttivo; 53, par. 2, lett. a) e b); 53, par. 3, nel cappello introduttivo e alle lett. b) e d); 53, par. 4; 54, nella lett. a);

– sono testualmente riferiti a "*società o altro soggetto giuridico*": gli artt. 51, par. 1, lett. b); 53, par. 1;

– sono testualmente riferiti alle sole "*società*": gli artt. 51, par. 1, lett. a); 52, par. 1, 1° cpv. e 2° cpv.; 52, par. 2 e 3; 53, par. 2, lett. c); 53, par. 3, lett. a) e c); 54 [salvo il riferimento generico ai "soggetti giuridici" nella lett. a)];

– è testualmente riferito ai soli "*soggetti giuridici diversi dalla società*": l'art. 52, par. 4.

4. La riduzione dei criteri da tre a due: criterio della partecipazione (non più della proprietà) e criterio del controllo; abbandono del criterio residuale (e sua sopravvivenza in forma diversa e più appropriata).

All'art. 51, par. 1, troviamo l'enunciazione dei due criteri di "*Identificazione dei titolari effettivi di soggetti giuridici*" (così la sua rubrica).

Segnatamente: «I titolari effettivi di soggetti giuridici sono la persona fisica o le persone fisiche che: a) detengono, direttamente o indirettamente, una partecipazione nella società; o b) controllano,

direttamente o indirettamente, la società o un altro soggetto giuridico attraverso una partecipazione o con altri mezzi».

Ciascuno dei due criteri forma poi oggetto di specifica disciplina, rispettivamente, all'art. 52 (*“Titolarietà effettiva attraverso una partecipazione”*) e all'art. 53 (*“Titolarietà effettiva attraverso il controllo”*). Il cumulo tra i due criteri, a sua volta, è disciplinato al secondo comma dell'art. 51, con regola generale, e all'art. 54 (*“Coesistenza di partecipazione e controllo nell'assetto proprietario”*), con regola speciale, sulle quali torneremo più avanti.

Cade, quindi, il terzo criterio attualmente previsto dalla disciplina vigente, ovvero sia il c.d. “criterio residuale”: quello per il quale «Qualora l'applicazione dei criteri di cui ai precedenti commi non consenta di individuare univocamente uno o più titolari effettivi, il titolare effettivo coincide con la persona fisica o le persone fisiche titolari, conformemente ai rispettivi assetti organizzativi o statutari, di poteri di rappresentanza legale, amministrazione o direzione della società o del cliente comunque diverso dalla persona fisica» (art. 20, co. 5, d.lgs. n. 231/2007).

Ad una prima impressione potrebbe quindi sorgere il dubbio che rimanga del tutto scoperta l'ipotesi in cui non si riesca a identificare un titolare effettivo mediante applicazione dei due criteri della partecipazione e del controllo.

Ma la soluzione, in realtà, è contenuta nell'art. 63 dello stesso Regolamento AR, dove, al par. 3, è prescritto che «se, dopo aver esperito tutti i possibili mezzi di identificazione a norma degli articoli da 51 a 57, nessuna persona è identificata come titolare effettivo, o se sussistono, per il soggetto giuridico, incertezze sostanziali e giustificate sul fatto che le persone identificate siano i titolari effettivi, i soggetti giuridici conservano le registrazioni delle azioni intraprese al fine di identificare i titolari effettivi»; e, al par. 4, si aggiunge che, nei casi di cui al par. 3, «quando forniscono informazioni sulla titolarità effettiva a norma dell'art. 20 del presente regolamento e dell'art. 10 della direttiva (UE) 2024/1640, i soggetti giuridici forniscono quanto segue: a) una dichiarazione che non vi è alcun titolare effettivo o che il titolare effettivo o i titolari effettivi non hanno potuto essere determinati, corredata di una giustificazione del motivo per cui non è stato possibile determinare il titolare effettivo a norma degli articoli da 51 a 57 del presente regolamento, e di un'indicazione degli elementi che generano

incertezza in merito alle informazioni accertate; b) dati relativi a tutte le persone fisiche che occupano un posto di dirigente di alto livello nel soggetto giuridico equivalenti alle informazioni richieste a norma dell'art. 62, par. 1, lett. a) del presente regolamento». Viene infine specificato che, a tal fine, «per “dirigenti di alto livello” si intendono le persone fisiche che sono membri esecutivi dell'organo di amministrazione, nonché le persone fisiche che esercitano funzioni esecutive in seno a un soggetto giuridico e sono responsabili della gestione quotidiana del soggetto e ne rispondono all'organo di amministrazione».

In sostanza, quindi, il sistema è tendenzialmente in linea con quello attualmente vigente. Ma è più accurato e appropriato, in quanto, da un lato, risolve la questione di come interpretare la formula, invero molto ampia, che, nella disciplina attualmente vigente, indurrebbe ad includere tutti i componenti degli organi amministrativi, limitando il riferimento ai soli membri “esecutivi”; dall'altro, non dice più che i soggetti apicali sono i titolari effettivi (ciò che, in effetti, sarebbe ed è non del tutto corretto, atteso che quei soggetti sono *agents* di un interesse che fa capo ad altri *principals*, non di certo a sé stessi), ma che, non essendo possibile identificare (o identificare con certezza) i titolari effettivi, ci si limita a fornire, in via alternativa, i dati relativi ai dirigenti di alto livello del soggetto giuridico.

Molto chiaro, in tal senso, è il Considerando 125, dove si legge che, laddove risulti «impossibile identificare la persona fisica che in ultima istanza possiede o controlla un soggetto», «In tali casi eccezionali, a condizione che siano stati esperiti tutti i mezzi di identificazione, dovrebbe essere possibile *segnalare i dirigenti di alto livello, anziché i titolari effettivi [...]*» e che «Sebbene in tali situazioni siano identificati i dirigenti di alto livello, *questi ultimi non sono i titolari effettivi*» (corsi aggiunti).

5. L'affermazione testuale del potenziale carattere cumulativo (e non solo alternativo o subordinato) dei due criteri.

Al secondo comma dell'art. 51 è prescritto che «Il controllo con altri mezzi di cui al primo comma, lettera b), è individuato a prescindere dall'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione, e in parallelo ad essa».

La previsione risolve, molto opportunamente, una delicata questione interpretativa sollevata dalla disciplina attualmente vigente: quella del carattere cumulativo o alternativo e subordinato dei due criteri.

Nei precedenti scritti in argomento avevo sostenuto con forza la soluzione del carattere cumulativo, facendo ricorso a criteri ermeneutici non solo di tipo testuale (argomento esegetico), ma anche e soprattutto alla necessità di una lettura funzionalmente orientata (argomento teleologico) e alla necessità di scongiurare il rischio di risultati palesemente illogici e irrazionali (argomento apagogico)⁵. Ciononostante, tale linea interpretativa sembrerebbe essere rimasta isolata, prevalendo in modo schiacciante l'orientamento per il quale il criterio del controllo entrerebbe in gioco esclusivamente in via alternativa/subordinata rispetto a quello della proprietà, ovvero sia solo laddove nessun socio abbia partecipazioni superiori al 25%.

La previsione di cui al Regolamento AR, quindi, risolve testualmente la questione, con affermazione espressa della soluzione più logica e razionale.

Che la soluzione sia quella del cumulo è ricavabile non tanto dalla parte in cui la norma dice che il controllo è individuato «a prescindere dall'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione», quanto dalla parte finale, in cui specifica che è individuato «in parallelo ad essa».

Con la locuzione «a prescindere», difatti, il Regolamento AR intende semplicemente precisare che il “controllo con altri mezzi” (ovverossia, come vedremo, l'equivalente del nostro controllo interno di fatto o del nostro controllo esterno) potrebbe sussistere anche in capo a persone fisiche che detengano una partecipazione inferiore al 50%+1 (= a prescindere dall'esistenza di un “controllo attraverso una partecipazione”) e finanche inferiore al 25% (= a prescindere dall'esistenza di una “partecipazione”).

Se questo è il significato della locuzione “a prescindere”, un significato diverso e ulteriore deve essere quindi assegnato alla locuzione “in parallelo”: dicendo «in parallelo ad essa», difatti, si è voluto intendere che il controllo di fatto (interno o esterno) rilevarebbe, ai fini della identificazione del titolare effettivo, in parallelo alla

⁵ V. DONATIVI, *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 30 ss.

“esistenza” di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione, ovverosia in via cumulativa rispetto ad essa.

Di tale lettura si trae conferma anche da altre versioni ufficiali del Regolamento AR e, segnatamente, dalle versioni inglese («*shall be identified independently of and in parallel to the existence of an ownership interest or control through ownership interest*»); francese («*indépendamment et en parallèle de l'existence d'une participation au capital ou d'un contrôle par une participation au capital*») e tedesca («*unabhängig von und parallel zu dem Bestehen einer Eigentumsbeteiligung oder der Kontrolle durch Eigentumsbeteiligung*»).

Ma la conferma ancor più esplicita si trae dal Considerando 106, dove si legge che «La determinazione dell'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione è necessaria ma non sufficiente e non esclude la necessità di controlli necessari per determinare i titolari effettivi» (2° periodo); e che «La verifica dell'esercizio del controllo da parte di una persona fisica tramite altri mezzi non è una verifica successiva da effettuare solo qualora non sia possibile determinare una partecipazione. Le due verifiche, vale a dire quella dell'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione e quella del controllo tramite altri mezzi, dovrebbero essere effettuate in parallelo».

6. Segue: *ambito del cumulo: controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e controllo di fatto (controllo con mezzi diversi)?*

Sul piano interpretativo, la disposizione fa riferimento testuale non già solo al cumulo tra “partecipazione” (= tra il 25% e il 50%) e “controllo con altri mezzi” (= controllo di fatto interno o esterno), ma anche al cumulo tra “controllo con altri mezzi” e “controllo attraverso una partecipazione” (= 50%+1 o >).

Prima facie, la seconda ipotesi di cumulo potrebbe apparire del tutto priva di senso. Si potrebbe, cioè, opinare che un controllo di diritto e un controllo di fatto non potrebbero mai coesistere in capo a persone fisiche diverse e che il controllo di diritto assorbirebbe ogni possibile fenomeno di controllo di fatto.

A ben vedere, una coesistenza sarebbe invece immaginabile in almeno due casi.

Il primo caso sarebbe quello di un controllo interno di diritto di una società sottoposta ad altrui controllo esterno. E ciò varrebbe tanto a fronte di un controllo esterno dovuto a una soggezione ad influenza dominante conseguente al particolare assetto dei rapporti in essere tra le parti legate da un contratto di scambio (secondo l'ipotesi più "classica" del controllo contrattuale), tanto a fronte di un controllo esterno dovuto alla stipulazione di un contratto di dominio o di altre forme contrattuali che del pari comportino la soggezione all'altrui eterodirezione (prescindendosi, qui, dal tema dei confini di validità/efficacia di pattuizioni siffatte).

Il secondo caso sarebbe quello della coesistenza tra situazioni di controllo entrambe interne, una di diritto e una di fatto. Si pensi al caso di una s.r.l. nella quale un socio A abbia una partecipazione superiore al 50% del capitale sociale e un socio B venga investito di un "diritto particolare" ex art. 2468, co. 3, c.c., di nomina della maggioranza degli amministratori. Il socio A si troverebbe in una posizione che, nella terminologia del Regolamento AR, corrisponde a un "controllo attraverso una partecipazione". Il socio B, a sua volta, si troverebbe in una posizione che, sempre secondo il Regolamento AR, corrisponderebbe a una delle ipotesi tipizzate di "controllo con altri mezzi": quella di cui all'art. 53, par. 3, lett. b), secondo cui è in posizione di controllo la persona fisica che abbia il diritto di nominare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione.

7. Segue: controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e (mera) partecipazione (tra il 25% e il 50%)? Concorso di forme diverse di controllo di fatto (interno ed esterno) e di controllo di diritto?

Un dubbio che la norma invece solleva in ragione della formulazione letterale è quello del possibile cumulo tra controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e (mera) partecipazione (tra il 25% e il 50%).

Testualmente, difatti, il riferimento è alla coesistenza di un "controllo con altri mezzi", da un lato, con una "partecipazione" (= tra il 25% e il 50%) o con un "controllo attraverso una partecipazione" (= 50%+1 o >), dall'altro.

Talché potrebbero convivere una partecipazione tra il 25% e il 50% con un controllo di fatto (controllo con altri mezzi); o una

partecipazione tra il 25% e il 50% con un controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione).

Non si fa altrettanto testuale riferimento al concorso tra una “partecipazione” (= tra il 25% e il 50%) e un “controllo attraverso una partecipazione” (= 50%+1 o >).

Aderendo al dettato letterale, si avrebbe quindi che in una società con un socio A in posizione di controllo di fatto (ad es., per avere una partecipazione inferiore al 50%, ma che, per la distribuzione delle partecipazioni o per i diritti particolari attribuitigli *ex art.* 2468, co. 3, c.c., si trovi nella condizione di esercitare un “controllo con altri mezzi”) e un socio B titolare di una partecipazione del 25%, sarebbero titolari effettivi sia A che B. Per contro, se il socio A avesse una partecipazione pari o superiore al 50%+1, sarebbe titolare effettivo solo A e non anche B, quantunque titolare di una partecipazione del 25%.

Cionondimeno, è ragionevole optare per una interpretazione correttiva del dato letterale, sistematicamente coerente con l’impianto complessivo e teleologicamente orientata: si eviterebbe, in questo modo, la conseguenza illogica e irrazionale di un trattamento differenziato di situazioni sostanzialmente equivalenti e verrebbe pienamente soddisfatta la *ratio* del sistema.

Difatti, la scelta effettuata dal Regolamento è stata quella del cumulo *tout court*, non già della mera inversione dell’ordine di priorità tra criterio della proprietà e criterio del controllo. Ciò in quanto sarebbe frutto di una ricostruzione superficiale e frettolosa quella di immaginare che per titolare effettivo si intenda sempre e necessariamente il *dominus* del soggetto giuridico: per contro, è tale chiunque abbia la titolarità effettiva di una porzione significativa della ricchezza investita e/o della partecipazione al suo governo e/o alla distribuzione della ricchezza stessa o dei suoi frutti. La presenza, quindi, di un soggetto in posizione di dominio (di un *dominus*) non esclude che, nella specifica prospettiva della disciplina antiriciclaggio, assumano rilevanza e debbano formare oggetto di monitoraggio anche soggetti diversi che, quantunque privi di una capacità di contrastarne il dominio, siano comunque portatori (e., in questo senso, siano titolari effettivi) di una porzione significativa della ricchezza investita e/o dei relativi benefici.

In altri termini, la *ratio* del cumulo può e deve essere letta nella duplice direzione: da un lato, nel senso che la presenza di una persona fisica titolare di una partecipazione (o di un controllo attraverso una

partecipazione) non esclude che debba essere individuata come titolare effettivo anche altra persona fisica che sia titolare di una posizione di controllo; dall'altro, nel senso che la presenza di una persona fisica titolare di una posizione di controllo (attraverso una partecipazione o con altri mezzi) non esclude che debba essere individuato come titolare effettivo anche altra persona fisica che sia titolare di una partecipazione. Nel primo caso, la ragione sta nel fatto che, a prescindere dalla entità della partecipazione alla ricchezza investita nel soggetto giuridico e ai relativi benefici, la titolarità effettiva è individuata anche in ragione del ruolo che una persona fisica ha nel governo di quella ricchezza; nel secondo caso, la ragione sta nel fatto che, a prescindere dal ruolo che una persona fisica ha nel governo del soggetto giuridico, la titolarità effettiva è individuata anche in ragione della quota di ricchezza che quella persona possiede nel soggetto giuridico e/o della quota di diritti (amministrativi o patrimoniali) di cui la stessa gode (e dunque, nel caso dei diritti patrimoniali, della quota di partecipazione alla ripartizione di quella ricchezza o dei relativi frutti).

Se, dunque, è questa la *ratio legis*, sarebbe contraddittorio non attribuire rilevanza a tutte le possibili ipotesi di cumulo.

Infine, attraverso un semplice sviluppo sistematico dell'intero impianto normativo, non dovrebbero esservi dubbi sul fatto che ulteriori forme di concorso potrebbero essere quella tra un controllo di fatto interno e un controllo di fatto esterno; e quella tra diverse forme di controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione).

Come vedremo più avanti, difatti, il controllo attraverso una partecipazione è individuato nella «proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società» [art. 53, par. 2, lett. c)]. Potrebbero quindi convivere un socio A titolare di una partecipazione superiore al 50% del capitale e un socio B titolare di diritti di voto in misura superiore al 50%: così, per limitarsi a un solo esempio riferito a una società azionaria, per effetto della particolare conformazione degli assetti proprietari e della particolare composizione del pacchetto azionario detenuto da A e da B, in caso di emissione di azioni a voto plurimo o di azioni a voto limitato. In tali frangenti, pertanto, una lettura aderente al dettato e alla *ratio* del sistema è quella di individuare come titolari effettivi entrambe i soci.

A ciò potrebbero aggiungersi ulteriori esemplificazioni, all'esito di una lettura correttiva della norma (sulla quale si tornerà più avanti),

nella quale si menzionano le partecipazioni e i voti e non anche gli altri elementi (ad es., gli utili) che pure lo stesso Regolamento mostrerebbe di reputare rilevanti ai fini della ricostruzione di una posizione di controllo.

In definitiva, allora, i possibili concorsi sono:

– concorsi testuali: (i) tra partecipazione (tra il 25% e il 50%) e controllo di fatto; (ii) tra controllo di fatto e controllo di diritto;

– concorsi ricavabili per via interpretativa: (iii) tra partecipazione (tra il 25% e il 50%) e controllo di fatto; (iv) tra controllo di fatto interno e controllo di fatto esterno; (v) tra controllo di diritto per la partecipazione al capitale e controllo di diritto per il peso dei voti (o, in esito a una lettura correttiva, finanche per il peso del diritto agli utili o ad altre risorse interne della società o alla quota di liquidazione).

8. *Il criterio della “partecipazione”:* *partecipazione al capitale o tramite diritti.*

Alla “titolarità effettiva attraverso una partecipazione” è dedicato l’art. 52 del Regolamento AR.

Al primo comma, 1° cpv., 1° periodo, la norma prevede che «Ai fini dell’articolo 51, primo comma, lettera a), per “partecipazione nella società” si intende la proprietà diretta o indiretta di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società, compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione»⁶.

Innanzitutto, quindi, rispetto alla normativa attuale è registrabile un abbassamento della soglia: non più una partecipazione superiore al

⁶ La norma, quindi, fa riferimento testuale alle sole “società” e non anche a soggetti giuridici diversi. Tuttavia, al par. 4, è poi stabilito che «Nel caso di soggetti giuridici diversi dalle società per i quali, tenuto conto della loro forma e struttura, non è opportuno o possibile calcolare la proprietà, i titolari effettivi sono le persone fisiche che controllano, direttamente o indirettamente, il soggetto giuridico con altri mezzi, a norma dell’articolo 53, paragrafi 3 e 4, salvo nei casi in cui si applica l’articolo 57». Talché il criterio della partecipazione è implicitamente ritenuto applicabile anche a soggetti giuridici non societari, salvo che, tenuto conto della loro forma e della loro struttura, il calcolo della proprietà non sia “opportuno” o “possibile”: nel qual caso sarebbe applicabile in via esclusiva il criterio del controllo con altri mezzi (scartando, quindi, sia il criterio della partecipazione, sia quello del controllo attraverso una partecipazione).

25%, ma una partecipazione pari al 25%, che potrebbe a sua volta essere ridotta dalla Commissione fino al 15% per singole categorie di società esposte a rischi più elevati di riciclaggio e di finanziamento al terrorismo (art. 52, par. 2)⁷.

Inoltre, la norma prende posizione espressa su una serie di questioni che sono tuttora dibattute relativamente alla disciplina vigente: segnatamente, se debba essere attribuita rilevanza alla sola percentuale con cui si partecipa al capitale o anche alla percentuale con cui si esercitano i voti o si partecipa agli utili. La soluzione adottata dal Regolamento AR è, quindi, la più estensiva.

Avendo riguardo a come la norma è formulata, infatti, vengono in rilievo, anche in via alternativa tra loro (con conseguente possibilità di individuazione cumulativa di diverse persone fisiche in posizione di titolarità effettiva a differente titolo), le seguenti ipotesi.

(i) *Quota di partecipazione al capitale*. La partecipazione al capitale rileva, quindi, come tale, quand'anche le partecipazioni detenute fossero tutte prive del diritto di voto.

(ii) *Quota dei diritti di voto*: il possesso di diritti di voto per almeno il 25% rileva, anch'esso, come tale, a prescindere dalla partecipazione al capitale (v. azioni a voto plurimo, azioni a voto limitato, ecc.).

Il calcolo andrebbe effettuato sull'ammontare totale dei diritti di voto esercitabili, non su quelli di fatto esercitati in concreto (giacché questo diverso genere di valutazione viene in rilievo solo ai fini dell'eventuale "controllo con mezzi diversi", analogamente al nostro "controllo interno di fatto").

(iii) *Quota di partecipazione agli utili*: una partecipazione agli utili per almeno il 25% assumerebbe essa stessa rilievo, a prescindere dalla partecipazione al capitale e dal voto (v. azioni o quote privilegiate, diritti particolari agli utili ex art. 2468, co. 3, c.c., ecc.).

(iv) *Quota di «altre risorse interne»*: qui la formulazione della norma non è chiarissima. Né vengono in soccorso le altre lingue ufficiali, nelle quali la locuzione utilizzata è perfettamente identica, nella sua genericità («*an anderen internen Ressourcen*»), nella versione

⁷ Al par. 2 dell'art. 52 è previsto, difatti, che gli Stati membri possano individuare tali categorie di società e informarne la Commissione. Quest'ultima, quindi, entro il 10 luglio 2029, valuta e, nel caso, adotta atti delegati per modificare il Regolamento, individuando le categorie di società e le soglie. Il tutto sarebbe poi soggetto a un processo di revisione periodica.

tedesca, «à d'autres ressources internes» nella versione francese, «u otros recursos internos» nella versione spagnola, «other internal resources» nella versione inglese).

È plausibile che il legislatore abbia inteso fare ricorso a una sorta di criterio residuale, che consenta di effettuare una valutazione concreta, caso per caso (ad es., una distribuzione di risorse non proporzionale in sede di riduzione effettiva del capitale?). Se ne trarrebbe conferma dal Considerando 107, 2° cpv., dove si legge che «La partecipazione dovrebbe comprendere sia i diritti di controllo sia i *diritti che sono significativi in termini di vantaggio ricevuto, quali i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione*».

(v) *Quota sull'attivo residuo di liquidazione*: ad es., per la presenza di azioni o quote privilegiate nella liquidazione o, viceversa, di altre azioni o quote postergate nella liquidazione; o, ancora, in conseguenza dell'attribuzione di un diritto particolare a una quota di liquidazione per almeno il 25% a un socio di s.r.l. ex art. 2468, co. 3, c.c. che pur fosse titolare di una quota di partecipazione al capitale inferiore al 25%.

È appena il caso di osservare che, come anticipato nel primo paragrafo, la formulazione della norma è completamente errata («diritti ... al bilancio di liquidazione») e va, in tutta evidenza, riletta come riferita ai diritti sull'attivo residuo di liquidazione.

Oltre che per ragioni di evidente coerenza con la *ratio* che vi è sottesa (v. nuovamente il Considerando 107, 2° cpv., da cui si ricava che si tratta di «diritti che sono significativi in termini di vantaggio ricevuto»), la conferma si trae dal confronto con le altre lingue ufficiali (“*Liquidationssaldo*” nella versione tedesca, «*boni de liquidation*», in quella francese, «*saldo de liquidación*» in quella spagnola; «*liquidation balance*» in quella inglese). Ed anzi, proprio dal confronto con la versione inglese si trae un indizio sulla possibile ragione alla base dell'errore, che potrebbe essere dovuto all'equivoco in cui sarebbero caduti i curatori del testo italiano, nel confondere «*liquidation balance*» (saldo di liquidazione) con «*liquidation balance sheet*» (bilancio di liquidazione).

(vi) *Quota di «altra partecipazione»*: si tratta di formulazione che segue il riferimento alle azioni e ai diritti di voto e precede quello ai diritti agli utili, ad altre risorse interne e alla quota di liquidazione.

Presumibilmente il senso era di estendere la previsione anche a partecipazioni non azionarie (come le quote di s.r.l.) o di introdurre le

esemplificazioni successive (non a caso preceduta dalla parola “compresi”).

Per come è formulata, peraltro, la norma potrebbe astrattamente prestarsi anche a una estensione a forme di partecipazione diverse da quella al capitale, come nell’ipotesi degli strumenti finanziari partecipativi: nel qual caso si porrebbero diverse questioni applicative, sulle quali mi permetto di rinviare a quanto già osservato negli scritti precedenti dedicati alla disciplina vigente⁸.

In favore di una lettura estensiva militerebbe, peraltro, anche il modo in cui l’intero dettato normativo è costruito. Segnatamente: la disposizione avrebbe potuto più semplicemente essere formulata parlando di proprietà di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società o degli utili o ad altre risorse interne o al saldo di liquidazione; invece il dettato è stato spaccato in due parti, una delle quali (che potremmo definire principale) parla di proprietà di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società e una seconda parte, separata, è riferita a utili, altre risorse e saldo di liquidazione, introdotta dal “compresi”. Sembra, allora, che questi tre possibili parametri di riferimento siano intesi come specificazioni della locuzione “altra partecipazione”, quasi a costituirne delle esemplificazioni tipizzate. Il che, ancor di più, giustificherebbe una lettura della locuzione “altra partecipazione” come formula “aperta”, la cui potenzialità applicativa si scinderebbe in una parte tipizzata (utili, altre risorse e saldo di liquidazione) e una parte suscettibile di completamento per via interpretativa.

Incidentalmente va solo aggiunto che anche alla seconda parte deve reputarsi applicabile la medesima soglia del 25%⁹.

⁸ V. DONATIVI, *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 17 ss.; ID., *Il “criterio della proprietà” nell’individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, cit., 731 ss.

⁹ Non può omettersi di rilevare che la norma presenta una formulazione davvero singolare anche sotto un profilo ulteriore rispetto a quelli già messi in luce nel testo. Segnatamente, dice che sono «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione»: non è dato comprendere per quale ragione non si è parlato di diritti «a una quota degli utili, di altre risorse interne o del bilancio di liquidazione» (*recte*, del saldo finale di liquidazione), anziché utilizzare “quota” con riguardo ai soli utili.

Sul piano della *ratio* complessiva del sistema, il Regolamento introduce una razionalizzazione del sistema, giacché ai fini antiriciclaggio, come avevo osservato già negli scritti precedenti¹⁰, si giustifica il monitoraggio non solo sulla proprietà delle risorse (quota sul capitale), ma anche sul governo delle risorse (quota sui diritti di voto) e sulla destinazione delle risorse e dei relativi frutti (quota sul saldo di liquidazione e quota sugli utili, nonché quota su altre risorse interne).

Quello che tuttora manca è un monitoraggio sulla provenienza delle risorse, laddove vi fosse, a fronte di una distribuzione asimmetrica delle partecipazioni, una persona fisica che abbia effettuato conferimenti per almeno il 25% a fronte della sottoscrizione di una quota inferiore alla soglia e senza essere l'investitura di diritti in misura pari o superiore alla soglia.

9. Il riferimento alla “proprietà”: la questione dei diritti reali parziali.

Come abbiamo visto, la norma parla di “proprietà”, diretta o indiretta, delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società.

La formulazione non è del tutto corretta, specialmente se riferita ai diritti di voto, nonché ai diritti agli utili, ad altre risorse interne e al saldo di liquidazione, cui pure essa è riferita. Sarebbe stata più appropriata la locuzione “titolarità” o altra equivalente.

Resta in questo modo aperta la questione, ampiamente dibattuta con riguardo alla disciplina attualmente vigente, di come individuare il titolare effettivo nei casi di pegno o di usufrutto¹¹.

Da un lato, si potrebbe opinare che proprio la scelta di un vocabolo dal significato tecnicamente netto, come quello di proprietà, testimonierebbe di una volontà legislativa di circoscrivere i titolari

Ma ciò non è altro che la conferma del livello di totale sciattezza con cui, come abbiamo ripetutamente dovuto constatare, le disposizioni in commento sono formulate.

¹⁰ V. DONATIVI, *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 8 ss.; ID., *Il “criterio della proprietà” nell’individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, cit., 726 ss.

¹¹ V. DONATIVI, *Il “criterio della proprietà” nell’individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, cit., 735 ss.

effettivi nel nudo proprietario e nel debitore e non anche nell'usufruttuario e nel creditore pignoratizio. Tanto più che la medesima locuzione è utilizzata anche in altre lingue ufficiali (ad es., «*ownership interest in the corporate entity*» nella versione inglese, «*Eigentumsbeteiligung an der Gesellschaft*» nella versione tedesca, «*participación den la propiedad de la sociedad*» in quella spagnola, «*une participation au capital*» in quella francese).

Dall'altro, in un contesto nel quale l'accuratezza redazionale appare di livello molto modesto, non sembra che a un simile argomento, per quanto non trascurabile, meriti attribuirsi un rilievo addirittura decisivo. Lo conferma, tra l'altro, il fatto che di proprietà si parla, impropriamente, anche con riguardo ai diritti di voto o a quello agli utili.

Semmai va detto che i termini della questione, per come sono posti nell'attuale disciplina, ne risulterebbero comunque ridimensionati.

E difatti, una volta attribuita rilevanza espressa ed autonoma anche al possesso di una quota di almeno il 25% dei diritti di voto e dei diritti agli utili anche a prescindere dal possesso di una quota di almeno il 25% nel capitale, si potrà dare per acquisito che siano titolari effettivi: il nudo proprietario e il proprietario debitore, a prescindere dal fatto che abbiano o meno conservato il diritto di voto e i diritti patrimoniali; l'usufruttuario e il creditore pignoratizio, ove siano investiti di almeno uno dei diritti menzionati dalla norma. Rimarrebbe quindi aperto solo il caso dell'usufruttuario e del creditore pignoratizio di una quota almeno pari al 25% del capitale, ove tutti i diritti siano conservati in capo al nudo proprietario o al debitore.

Peraltro, se la soluzione di considerare titolari effettivi anch'essi, assieme al proprietario, può trovare una propria giustificazione razionale già nel contesto della disciplina attualmente vigente, tanto più la medesima soluzione sembra trovare piena giustificazione in un contesto normativo, come quello del Regolamento AR, che ha abbracciato soluzioni evidentemente estensive sotto ognuno dei profili precedentemente oggetto di discussione.

Una questione simile potrebbe porsi in tutti gli altri casi in cui fosse consentita una attribuzione di diritti di voto o di diritti patrimoniali a titolo diverso dalla loro "proprietà" (o, se si vuole, dalla loro titolarità piena).

10. *La “proprietà indiretta”: tra “top down” (come criterio principale) e “moltiplicatore” (come criterio residuale).*

Lo stesso art. 52, al par. 1, 2° periodo, prevede che «La proprietà indiretta è calcolata moltiplicando le azioni o i diritti di voto o altre partecipazioni detenute dai soggetti intermedi nella catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto e sommando i risultati di tali diverse catene, a meno che non si applichi l'articolo 54».

Nel 1° periodo, come abbiamo visto, già veniva enunciato che il criterio della partecipazione consiste nella proprietà «diretta o indiretta». Il modo in cui calcolare la proprietà indiretta è poi disciplinato in questo 2° periodo, che va però integrato con quanto previsto all'art. 54.

Sul tema delle modalità di computo delle partecipazioni indirette, come è noto, è da sempre aperto un articolato dibattito, non solo in punto di interpretazione della disciplina vigente, ma anche in chiave di valutazioni di politica legislativa su quali sarebbero le soluzioni più corrette e coerenti con la finalità complessiva del sistema. Ed è noto che, al riguardo, si fronteggiano tre possibili soluzioni, che potrebbero essere (ri)denominate (ma con terminologia del tutto relativa e convenzionale) come segue: (i) quella del c.d. “*bottom up*”, per la quale la presunzione innescata dal possesso di una partecipazione superiore al 25% del capitale opererebbe con riguardo a tutti gli anelli della catena¹²; (ii) quella del c.d. “*top down*” puro, per la quale la presunzione troverebbe applicazione solo all'ultima partecipazione (quella nella società “cliente”), non anche agli anelli superiori della catena, i quali assumerebbero rilevanza esclusivamente se tali da configurare posizioni di autentico “controllo”¹³; (iii) quella del c.d. “moltiplicatore”, per la quale una persona fisica sarebbe titolare effettivo della società a valle solo qualora il quoziente ponderato delle

¹² Talché una persona fisica che avesse una partecipazione superiore al 25% nella società A, che fosse a sua volta titolare di una partecipazione superiore al 25% nella società B, sarebbe titolare effettivo della società B.

¹³ Nell'esempio di cui alla precedente nota, pertanto, la persona fisica in questione sarebbe titolare effettivo della società B solo ove fosse in posizione di controllo (interno o esterno) sulla società A detentrici di una partecipazione superiore al 25% nella B.

due (o più) partecipazioni, a monte (eventuali intermedie) e a valle, sia superiore al 25%¹⁴.

A una prima lettura, *sembra* che il legislatore europeo abbia quindi inteso adottare *anche* il c.d. “metodo del moltiplicatore”.

Dico *sembra*: perché la formulazione della norma, al riguardo, è quantomeno oscura. Che vi si possa scorgere l’adesione alla teoria del moltiplicatore può discendere esclusivamente dal fatto che sono noti l’origine e il contenuto del dibattito ed è nota la prassi di descrivere quell’approccio con l’espressione convenzionale del “moltiplicatore”, allo stesso modo in cui ciò accade con riguardo alle partecipazioni qualificate nelle banche e negli intermediari finanziari ai sensi dell’art. 22 TUB (“*Partecipazioni indirette*”)¹⁵ e delle relative Disposizioni di Vigilanza della Banca d’Italia¹⁶. Ma leggendo la norma senza quel tipo di *background* si farebbe non poca fatica a coglierne il significato.

¹⁴ Dovendosi, quindi, calcolare il risultato della percentuale di partecipazione direttamente posseduta nella società a monte sulla percentuale di partecipazione che la società a monte possiede nella società a valle: sicché, ad esempio, una persona fisica titolare di una partecipazione del 51% in una società a sua volta titolare di una partecipazione del 51% nella società “cliente” dovrebbe essere considerata titolare effettivo (essendo il 51% di 51 pari a 26,01%), diversamente da una persona fisica titolare di una partecipazione del 51% in una società a sua volta titolare di una partecipazione del 26% nella società “cliente” (essendo il 51% di 26 pari al 13,26%).

¹⁵ Secondo cui «Ai fini dell’applicazione dei capi III e IV del presente Titolo si considerano anche: [...] b) i casi, individuati dalla Banca d’Italia, che conducono ad una delle situazioni indicate dall’articolo 19, comma 1, per effetto dei diritti di voto o delle quote di capitale posseduti attraverso società, anche non controllate, che a loro volta hanno diritti di voto o quote di capitale nella banca, tenendo conto della *demoltiplicazione* prodotta dalla catena partecipativa».

¹⁶ Nelle Disposizioni di Vigilanza del 2022, un intero Capo III è dedicato alle “partecipazioni indirette”. A tal fine, è stabilito che il calcolo delle partecipazioni indirette è effettuato secondo due criteri: il “criterio del controllo” e il “criterio del moltiplicatore”. Quanto, appunto, al criterio del moltiplicatore, al par. 4 è previsto che «nel calcolo della partecipazione si considerano le partecipazioni acquisite o comunque possedute in una impresa vigilata per il tramite di società, anche non controllate, che hanno diritti di voto o quote di capitale nell’impresa stessa, tenendo conto della *demoltiplicazione* prodotta dalla catena partecipativa», ovvero sia effettuando il calcolo «*attraverso la moltiplicazione delle percentuali delle partecipazioni lungo la catena partecipativa*», talché, «Ad esito del calcolo, si considera come candidato acquirente indiretto il soggetto per il quale il prodotto sia pari o superiore al 10%».

Dico *anche*: perché il metodo trova applicazione in via residuale rispetto a quello adottato nell'art. 54 (la norma dice «... a meno che non si applichi l'articolo 54»), che appare invece essere un “*top down*” puro, talché proprio la sua residualità finisce per ridimensionare, se non per eliminare del tutto, le ragioni di dubbio sulla razionalità del criterio.

L'art. 54, difatti, prevede che «Se le società sono detenute attraverso un assetto proprietario a più livelli e, in una o più catene di tale assetto, la partecipazione e il controllo coesistono in relazione a diversi livelli della catena, i titolari effettivi sono: a) le persone fisiche che controllano, direttamente o indirettamente, attraverso una partecipazione o con altri mezzi, i soggetti giuridici che detengono una partecipazione diretta nella società, individualmente o cumulativamente; b) le persone fisiche che, individualmente o cumulativamente, direttamente o indirettamente, detengono una partecipazione nella società che controlla, attraverso una partecipazione o con altri mezzi, la società, direttamente o indirettamente».

Alla lett. a), quindi, è previsto un criterio *top down* puro diretto. Se una persona fisica A controlla un soggetto giuridico B, che a sua volta ha una partecipazione di almeno il 25% nella società C, A è titolare effettivo anche di C.

Nella lett. b) si aggiunge, al *top down* classico “diretto” un *top down* “inverso”. Se una persona fisica A ha una partecipazione di almeno il 25% nella società B, che a sua volta controlla la società C, A è titolare effettivo anche di C.

Ora, tenendo conto che il metodo del moltiplicatore di cui all'art. 52, par. 1, 2° cpv., è residuale, l'unica ipotesi in cui, a una prima impressione, lo stesso parrebbe concretamente applicabile rispetto all'art. 54 sarebbe quella di una persona fisica A che avesse il 50% della società B, titolare a sua volta del 50% nella società C, nel qual caso A sarebbe titolare effettivo anche di C (il 50% di 50 darebbe, infatti, 25, che è la soglia legale). Ove, difatti, A avesse il 51% della società B, titolare di una partecipazione tra il 25% e il 50% della società C, scatterebbe comunque l'ipotesi di cui all'art. 54, lett. a); ove la B avesse più del 50% nella C, scatterebbe l'ipotesi del controllo indiretto (di cui all'art. 53); ed ove A avesse meno del 50% (supponiamo, il 49%) in B, la quale avesse una qualsiasi quota superiore al 50% in C, scatterebbe comunque l'ipotesi di cui all'art. 54, lett. b).

Ma uno spazio applicativo più ampio, invece, è attribuibile al criterio del moltiplicatore attraverso la previsione della “somma” dei risultati ottenuti nelle singole catene partecipative, ove la partecipazione indiretta si manifesti, appunto, attraverso più di una sola catena partecipativa. Così: potrebbe accadere che la persona fisica A detenga una partecipazione indiretta nella società cliente D, per il tramite di due diverse catene partecipative, che fanno capo alle sue partecipate dirette B e C; e potrebbe accadere che, quand’anche in ciascuna di tali due catene il quoziente ponderato della partecipazione indiretta sia inferiore al 25%, la loro somma dia un risultato pari o superiore al 25%. Ad es., ove A detenesse il 90% di B, titolare a sua volta del 20% di D, e detenesse altresì il 60% di C, titolare a sua volta di altro 20% di D: il quoziente ponderato della partecipazione indiretta relativa alla “catena B” sarebbe di 18 e quello della partecipazione indiretta relativa alla “catena C” sarebbe di 12, talché la somma complessiva condurrebbe a 30 e, dunque, a una quota complessiva superiore alla soglia legale.

Lo stesso ragionamento varrebbe anche con riguardo all’eventuale somma tra una partecipazione indiretta (computata col quoziente ponderato) e una partecipazione diretta: così, per ipotesi, ove, nell’esempio poc’anzi riportato, A avesse il 90% di B, a sua volta titolare del 20% di D (con quoziente ponderato di 18) e sempre A fosse titolare di una partecipazione diretta (anziché attraverso la società C) di altro 12%.

Quanto, ancora, al “*top down*” di cui all’art. 54, un caso che mi è stato sottoposto sarebbe quello di tre persone fisiche (Tizio, Caio e Sempronio), titolari ciascuna di una partecipazione pari o superiore al 25% in Alfa s.p.a., che a sua volta abbia oltre il 50% del capitale di Beta s.p.a., la quale sia infine titolare di una partecipazione del 25% in Gamma s.p.a. La domanda è se tutte e tre quelle persone fisiche debbano essere considerate titolari effettivi di Gamma, in via cumulativa.

A mio parere la risposta è negativa: ciascuna di esse sarebbe titolare effettivo di Alfa (in virtù del criterio della partecipazione) e anche di Beta [per l’art. 54, par. 1, lett. b)], ma non anche di Gamma.

Quanto a Gamma, difatti, non ricorrerebbero i presupposti né della lett. a) né della lett. b) dell’art. 54.

Non ricorrerebbero i presupposti di cui alla lett. a), in quanto nessuno, tra Tizio, Caio e Sempronio, controlla la società Alfa. Diverso

sarebbe se tra di essi intercorresse un patto parasociale o una qualche altra forma di concertazione che consentisse di cumularne le partecipazioni.

Né ricorrerebbero i presupposti di cui alla lett. b), in quanto le tre persone fisiche hanno una “partecipazione” in Alfa che controlla Beta, ma Beta non controlla Gamma, bensì ha solo una “partecipazione” in Gamma.

In definitiva: Tizio, Caio e Sempronio hanno, ciascuno individualmente (salvo, ripeto, che siano legati da una qualche forma di concertazione), una “partecipazione” in Alfa, che a sua volta ha una “partecipazione” indiretta in Gamma (indiretta, tramite il controllo di Beta).

Traducendo tutto ciò in criteri di carattere generale, direi che:

– l’art. 54 verrebbe in gioco allorquando concorrano una partecipazione (ad un livello) e un controllo (ad un altro livello), ma purché il primo e/o l’ultimo livello siano (almeno uno dei due) qualificabili come “controllo”;

– il moltiplicatore verrebbe in gioco allorquando vi siano solo due livelli, entrambi di “partecipazione” o allorquando vi siano anche più di due livelli e quantunque alcuni di essi qualificabili come “controllo”, ma il primo e l’ultimo livello siano di mera “partecipazione”.

11. *Il cumulo delle partecipazioni (dirette e indirette).*

Lo stesso art. 52, par. 1, 2° periodo, difatti, specifica che la valutazione complessiva deve essere effettuata tenendo conto delle partecipazioni dirette e indirette, come tali intendendosi quelle «detenute dai soggetti intermedi nella catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto e sommando i risultati di tali diverse catene».

La necessità di “sommare” i risultati delle diverse catene è evidentemente riferita al caso in cui una medesima persona fisica abbia partecipazioni indirette attraverso diverse partecipate dirette (o indirette di livello intermedio). In altri termini: si calcolano le partecipazioni finali detenute in ciascuna catena, mediante il criterio del moltiplicatore, e quindi si sommano le partecipazioni finali così calcolate, per vedere a quanto ammonti la partecipazione indiretta complessiva.

A tal fine, la norma fa testuale riferimento alla necessità di moltiplicare «le azioni o i diritti di voto o altre partecipazioni», senza ripetere la formula «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione»; e per di più fa riferimento alla «catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto», senza ripetere neanche le «altre partecipazioni» e, tanto meno, la formula «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione».

Tuttavia, è ragionevole dare un'interpretazione estensiva e in coordinamento sistematico col periodo precedente: non avrebbe alcun senso immaginare che qui la norma abbia inteso selezionare/discriminare; per di più, come abbiamo avuto modo di vedere, il riferimento a utili, risorse interne e saldo di liquidazione è solo una specificazione esemplificativa tipizzata delle “altre partecipazioni”, talché il riferimento alle “altre partecipazioni” parrebbe di per sé idoneo e sufficiente a “comprendere” anche tali ulteriori diritti, quand'anche non nuovamente oggetto di richiamo espresso. Del resto, con riguardo alle diverse “catene di soggetti” in cui si detengono partecipazioni, non avrebbe senso circoscrivere il perimetro alle sole partecipazioni azionarie e non anche ad altre partecipazioni: il che è conferma del fatto che le formule qui utilizzate dal Regolamento sono solo più sbrigative, ma meritevoli di interpretazione estensiva mediante una semplice opera di ortopedia ermeneutica frutto di un agevole raccordo sistematico con il periodo precedente.

Il *set* delle specificazioni si chiude con il 2° cpv. dello stesso art. 52, par. 1, là dove si chiarisce ulteriormente che «Ai fini della valutazione dell'esistenza di una partecipazione nella società, si tiene conto di tutte le partecipazioni azionarie a ogni livello di proprietà».

Si tratta, per vero, di specificazione forse scontata, con la quale si intende chiarire, a scanso di possibili equivoci, che la partecipazione indiretta è tale anche se lo fosse su più livelli intermedi: in altri termini, la catena non è necessariamente formata da tre anelli, due diretti e uno indiretto, ma anche da un numero di anelli superiore a tre, due diretti e gli altri tutti indiretti.

Naturalmente deve poi intendersi che per ogni anello si abbia un titolare effettivo, fermo restando che non è detto che vi sia sempre coincidenza assoluta e biunivoca tra i titolari effettivi dei diversi livelli,

giacché ben potrebbero esservi anelli al cui livello siano identificabili titolari effettivi ulteriori, come ad es. per la presenza di soci con partecipazioni pari o superiori al 25%; e potrebbero esservi casi in cui il titolare effettivo di un livello superiore e di un livello inferiore non è titolare effettivo anche di uno dei livelli intermedi (come nell'ipotesi in cui il titolare effettivo del livello inferiore fosse tale solo grazie alla somma delle partecipazioni, tutte sotto-soglia, detenute direttamente o indirettamente nei diversi livelli intermedi).

L'intento chiarificatore, peraltro, è realizzato mediante il ricorso, anche qui, a una formulazione poco accorta, nella quale si fa riferimento alle "partecipazioni azionarie", quasi che il meccanismo fosse applicabile alle sole s.p.a.

Ma anche in questo caso come in quelli già in precedenza trattati, è del tutto ragionevole ipotizzare che la locuzione debba essere intesa secondo l'intera portata di cui al primo capoverso dello stesso art. 52, par. 1: e dunque, non solo per le partecipazioni azionarie, ma con riguardo anche a società di tipo diverso; e non solo per la proprietà indiretta della partecipazione al capitale, ma anche ai diritti di voto, agli utili, ecc.

12. Il criterio del controllo: sub-articolazioni; controllo diretto e indiretto.

Alla "titolarità effettiva attraverso il controllo" è dedicato l'art. 53 del Regolamento AR.

Innanzitutto la norma, riprendendo quanto già genericamente enunciato dall'art. 51, par. 1, lett. b), prevede che «Il controllo su una società o un altro soggetto giuridico è esercitato attraverso una partecipazione o con altri mezzi».

Non bisogna cedere all'inganno della prima impressione, che sarebbe quella di intendere il "controllo attraverso una partecipazione" come l'equivalente del nostro controllo interno (di diritto o di fatto) e il "controllo con altri mezzi" come l'equivalente del nostro controllo esterno. Per contro, nella terminologia del Regolamento AR, il "controllo attraverso una partecipazione" è l'equivalente del nostro controllo interno di diritto e il "controllo con altri mezzi" è l'equivalente del nostro controllo di fatto (interno o esterno).

A tale risultato si arriva combinando tra loro le seguenti previsioni: quella dell'art. 53, par. 2, lett. c), dove si dà una definizione espressa del “controllo attraverso una partecipazione nella società”, identificandolo ne «la proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società»; quella dello stesso art. 53, par. 2, lett. a), dove si dà la definizione generale del “controllo del soggetto giuridico”, identificandolo ne «la possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico». In altri termini, pur mancando una definizione espressa del “controllo con altri mezzi”, la stessa si ricava per sottrazione: deve trattarsi di una condizione tale da attribuire «la possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico» (condizione di controllo del soggetto giuridico), diversa da quella consistente nella «proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società» (che darebbe vita al controllo attraverso una partecipazione”). Il controllo del soggetto giuridico è il *genus*, di cui il controllo attraverso una partecipazione e il controllo con altri mezzi costituiscono le due *species* esaustive (*tertia non datur*).

Sotto diverso profilo, poi, il controllo può essere diretto o indiretto.

All'art. 53, par. 2, lett. b), il «controllo indiretto di un soggetto giuridico» è definito come «il controllo di soggetti giuridici intermedi nell'assetto proprietario o in varie catene dell'assetto proprietario, in cui il controllo diretto è individuato a ciascun livello della struttura».

La norma non desta particolari problemi interpretativi: i diversi anelli della catena del controllo devono essere, a loro volta, costituiti da relazioni definibili come di “controllo del soggetto giuridico”, nelle diverse articolazioni in cui lo stesso può presentarsi: tanto come controllo attraverso la partecipazione, quanto come controllo con mezzi diversi, tanto in forma mista.

Evidente è anche la differenza con la proprietà indiretta. Come abbiamo visto, la proprietà indiretta si avrebbe allorquando una persona fisica abbia il controllo di una società titolare di una partecipazione pari almeno al 25% nella società a valle (cui è stata aggiunta l'ipotesi di persona fisica che abbia una partecipazione di almeno il 25% in una società che abbia il controllo nella società a valle). Il controllo indiretto

si avrebbe, invece, tutte le volte che una persona fisica abbia il controllo di una società che abbia a sua volta il controllo sulla società a valle.

Nel primo caso, quindi, è necessario e sufficiente che la società controllata dalla persona fisica abbia nella società a valle una partecipazione pari almeno alla soglia del 25% del capitale e a prescindere dalla tipologia di azioni o quote possedute e, in particolare, dalla misura dei diritti di voto o comunque dei poteri di influenza che quella partecipazione consenta di esercitare. Nel secondo caso, invece, è (necessario e) sufficiente che la società controllata dalla persona fisica abbia il controllo sulla società a valle: per ipotesi, anche grazie a una partecipazione inferiore al 25%, ove i diritti di voto di cui si disponga (direttamente o, ad es., anche grazie a leve di tipo parasociale) siano sufficienti a consentire l'esercizio di un'influenza dominante o grazie a uno dei mezzi diversi di cui all'art. 53, par. 4, ed allora (come vedremo) finanche in assenza di partecipazione alcuna al capitale.

13. Il “controllo del soggetto giuridico”: l'influenza significativa e il potere di imporre le proprie decisioni.

Partiamo allora dalla definizione di “controllo del soggetto giuridico”, di cui alla lett. a).

Si tratta di una definizione la cui formulazione solleva un dubbio interpretativo di non agevole soluzione: quello del significato da dare alla locuzione “influenza significativa”, su cui la definizione ruota. La formula utilizzata si discosta in modo evidente dalle espressioni, già note al linguaggio giuridico e tradizionalmente impiegate nelle diverse definizioni di controllo, della “influenza dominante” e della “influenza determinante”, tra loro divise dalla diversa “intensità” dell'influenza, che postulerebbe, nel primo caso, un potere di imporre in termini “positivi” la propria linea o, nel secondo caso, un potere di portata “negativa”, ovverosia di veto o di autorizzazione.

Non è assolutamente chiaro perché il Regolamento abbia voluto adottare questa nuova formula; e non è chiaro come possa e debba intendersene il senso.

Il primo dilemma, dunque, è se debba darsi un'interpretazione correttiva del dato letterale ed intendere l'influenza significativa come un'influenza dominante o determinante; o se ci si debba attenere a una lettura fedele al dettato.

La risposta più “liquida” sarebbe quella della lettura fedele e, quindi, di una interpretazione tale per cui l’influenza significativa sarebbe qualcosa di più ampio e comprensivo rispetto all’influenza dominante e a quella determinante. L’argomentazione più forte e immediata in tal senso è, banalmente, proprio quella letterale, rafforzata proprio dal confronto con le locuzioni tradizionali, da cui si genera un pesante *argumentum a contrario*, tanto più considerando che quelle locuzioni sono ben note al linguaggio dello stesso legislatore europeo.

Ancora, il dato letterale non è frutto di una sorta di svista della versione italiana: anzi, la differenza tra locuzioni tradizionali e nuova locuzione si ritrova anche nelle diverse versioni ufficiali del Regolamento: v. “*erheblichen*” (= significativa, notevole, rilevante, importante), anziché “*beherrschenden*” (dominante) e da “*entscheidenden*” (determinante), nella versione tedesca; “*significant*”, anziché “*dominant*” e “*decisive*”, nella versione inglese.

Inoltre, un’argomentazione piuttosto suggestiva potrebbe trarsi dal fatto che l’influenza significativa è menzionata separatamente dalla «possibilità di [...] imporre decisioni pertinenti [...]», sicché si potrebbe reputare dovuta l’attribuzione di un significato che non appiattisca una formula sull’altra.

La ragione per cui il legislatore potrebbe aver voluto estendere la soglia dell’influenza rilevante nella disciplina antiriciclaggio potrebbe essere la stessa per cui il titolare effettivo è individuato anche in chi abbia una partecipazione del 25% a prescindere dal livello di influenza che la quota in questione potrebbe assicurargli sulla società partecipata: ragioni di coerenza teleologica e sistematica potrebbero avere quindi indotto il Regolamento AR ad una sorta di allineamento tra titolarità effettiva per ragioni di partecipazioni e titolarità effettiva per ragioni di controllo.

Cionondimeno, potrebbero suonare prevalenti le argomentazioni che giustificerebbero un’interpretazione correttiva.

La prima argomentazione sta nel fatto che, ad intenderla in senso letterale, mancherebbe comunque un criterio o un parametro con cui valutarla: l’aggettivo “significativa” è così generico da rendere la nozione quasi del tutto inapplicabile o da lasciare aperta una discrezionalità di giudizio che rischierebbe di sfociare nell’arbitrio.

È anche vero che a una partecipazione del 25% potrebbe legarsi un’influenza non più che solo significativa, ma: intanto il concetto di

controllo dovrebbe postulare qualcosa di più intenso rispetto alla partecipazione *tout court*; inoltre, nel caso del criterio della partecipazione la soglia del 25% funge da parametro quantitativo/oggettivo che rimuove *ab imis* ogni incertezza e discrezionalità.

Inoltre, la relazione tra l'influenza significativa e la possibilità di imporre le proprie decisioni non viene espressa in termini di alternatività: la norma parla di «possibilità di esercitare [...] un'influenza significativa e di imporre decisioni [...]» (e non già “o” di imporre decisioni). Per come è formulata la disposizione, allora, sembra più convincente che il significato sia nel senso che la possibilità di imporre le proprie decisioni sia esplicativo di quanto debba essere significativa l'influenza per poter dire che chi è in grado di esercitarla sia titolare effettivo della società a prescindere dalla entità della partecipazione posseduta.

A testimonianza che fosse questa l'intenzione dei redattori è il Considerando 110, dove si legge testualmente «Il controllo dovrebbe essere inteso come l'effettiva capacità di imporre la propria volontà nel processo decisionale della società su questioni sostanziali». E si tratta di passo che appare ancor più decisivo se si considera che lo stesso è preceduto da una manifestazione di intenti nella quale si sottolinea l'importanza di «un'interpretazione comune del concetto di controllo» e quindi di «una definizione più precisa dei mezzi di controllo», quali condizioni «necessarie per garantire un'applicazione coerente delle norme in tutto il mercato interno»: manifestazione di intenti che sarebbe irrimediabilmente tradita se, invece di dare una definizione “più precisa”, ci si affidasse a una formula totalmente generica ed indeterminata.

Uno spunto ulteriore per la più corretta ricostruzione del significato dell'influenza significativa può poi trarsi anche dal confronto con le ipotesi esemplificative tipizzate di cui al par. 3, dove, come vedremo qui in appresso, si attribuisce sempre rilevanza a poteri di imporre la propria volontà o in termini “positivi” (con effetto equivalente a quello proprio di un'influenza dominante) o quantomeno in termini “negativi” (con effetto equivalente a quello proprio di un'influenza determinante).

14. *Il potere di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico.*

Le incertezze generate dalla definizione si estendono anche alla seconda parte della locuzione.

(i) Ciò vale in primo luogo per l'utilizzo del verbo “*imporre*”, che non farebbe che riprendere il nucleo essenziale del concetto di influenza dominante e che, tuttavia, deve essere conciliato (non solo con l'espressione influenza “*significativa*”, di cui abbiamo già detto, ma anche) col semplice potere di veto che, come vedremo in appresso, è già sufficiente a dar corpo a posizioni di “*controllo con altri mezzi*”, che pur costituisce una sub-fattispecie riconducibile al controllo. In altri termini, posto che la definizione di controllo include, al proprio interno, anche tanto il controllo attraverso una partecipazione quanto il controllo con altri mezzi, e posto che il controllo con altri mezzi comprende anche poteri di veto, andrebbe senz'altro scartata una ricostruzione per la quale il controllo sarebbe rilevante esclusivamente laddove l'influenza (*significativa*) si traduca in un potere “*positivo*” di influenza dominante.

Ciò premesso, allora, non resta che dare un'interpretazione estensiva, per la quale il potere di “*imporre*” decisioni debba essere inteso come «capacità di imporre la propria volontà nel processo decisionale della società» (come si legge nel citato Considerando 110), a sua volta da intendere nel senso di capacità di far pesare la propria volontà in modo decisivo, indipendentemente dal fatto che ciò avvenga mediante una imposizione “*positiva*” della propria linea ovvero mediante l'imposizione del proprio “*veto*” alla linea altrui.

(ii) Qualche incertezza nasce anche dal modo in cui è descritto l'oggetto del potere impositivo: «decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico».

La locuzione “*decisioni pertinenti*” è, già di per sé, del tutto oscura. La pertinenza attiene a una relazione di congruenza tra due fattori: ad es., nell'art. 2204 c.c., con riguardo all'istitutore, si dice che, ove il preponente non disponga diversamente, l'istitutore ha il potere di compiere tutti gli «atti pertinenti» all'esercizio dell'impresa a cui è preposto, per intendere che vi sono compresi tutti e solo quegli atti che possano dirsi in collegamento funzionale con l'esercizio dell'impresa.

Ma parlare di decisioni pertinenti senza indicare rispetto a quale parametro la pertinenza debba essere verificata appare cosa insensata.

Il confronto con altre lingue ufficiali del Regolamento può forse offrire qualche spunto di approfondimento. A parte le versioni francese e spagnola, che appaiono identiche alla nostra (“*pertinentes*”), in quella tedesca si utilizza l’aggettivo “*entsprechende*”, che significa “corrispondente”, mentre in quella inglese si parla di “*relevant decisions*”. Ed allora, o il senso voleva essere quello di parlare di decisioni “corrispondenti” all’esercizio di un’influenza significativa (e tuttavia si finirebbe per generare un circolo vizioso, perché, come abbiamo osservato poc’anzi, il carattere significativo dell’influenza non gode di una sponda di riferimento con cui effettuare la relativa valutazione); oppure si voleva far riferimento a decisioni “rilevanti”, in un significato prossimo a quello cui si fa normalmente capo allorché si definiscono con maggior precisione i caratteri e i contorni dell’influenza dominante o determinante, che deve manifestarsi con riguardo alle decisioni di maggiore rilevanza per oggetto e per impatto sulla società.

(iii) Non del tutto perspicuo è anche il riferimento al fatto che debba trattarsi di decisioni pertinenti «*all’interno del soggetto giuridico*».

Ma sembra ragionevole opinare che si sia inteso avere riguardo alle decisioni rilevanti per il governo della società (come tali “interne” ad essa) e/o all’influenza «nel processo decisionale della società», come suggerisce testualmente il Considerando 110.

È plausibile anche che la ragione della scelta lessicale sia dovuta alla volontà di distinguere il controllo diretto da quello indiretto, definito nella successiva lett. b).

(iv) È infine appena il caso di rimarcare che qui la definizione è riferita a qualsiasi “soggetto giuridico”, non solo a soggetti di natura societaria e, tra questi, non solo alle società di capitali. Sicché la sua applicazione concreta dovrà poi tener conto delle peculiarità di ciascuno di essi e della relativa disciplina (legale e statutaria).

15. *Il controllo attraverso una partecipazione.*

Il controllo sul soggetto giuridico, come abbiamo visto, si divide in due sub-fattispecie: quella del controllo attraverso una partecipazione e

quella del controllo con altri mezzi: e ciò lo si trova affermato e ripetuto negli artt. 51, par. 1, lett. b) e 53, par. 1.

Il controllo attraverso una partecipazione è poi definito puntualmente all'art. 53, par. 2, lett. c) come «la proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società».

Si dà luogo, quindi, a una sorta di presunzione assoluta o, più correttamente, di fattispecie legalmente tipica di controllo, che a sua volta innesca una presunzione assoluta o fattispecie legalmente tipica di titolarità effettiva.

Come per la titolarità effettiva attraverso una partecipazione, anche qui si fa riferimento alla proprietà del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società. Diversamente, però, non si aggiunge anche la formula «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione».

L'estensione anche a questi diversi parametri potrebbe trovare giustificazione e base ermeneutica nella loro ricostruzione come ipotesi meramente esemplificative rispetto alle “altre partecipazioni”. Resterebbe, certamente, il dubbio che dietro la riproduzione parziale di quel dettato possa esservi una volontà di carattere selettivo e restrittivo. Ma la differenziazione non parrebbe dotata di un credibile fondamento logico: in entrambe le definizioni, il possesso di una determinata aliquota (25% o rispettivamente >50%) innesca una presunzione assoluta e/o, se si preferisce, una fattispecie legalmente tipica. Si farebbe fatica a trovare una giustificazione razionale del perché il presupposto, in tutto il resto analogo, debba avere una estensione più ampia ove applicato alla soglia del 25% e un'estensione più bassa ove applicato alla soglia del >50%.

16. Il controllo con altri mezzi nelle ipotesi di cui al par. 3: a) tramite i diritti di voto.

Come anticipato, della sub-fattispecie del controllo con altri mezzi non è data una definizione puntuale come per il controllo attraverso una partecipazione. La stessa però si ricava proprio attraverso un procedimento logico per sottrazione, identificando il controllo con altri mezzi nella possibilità di esercitare un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti sul soggetto giuridico (definizione generale

di controllo sul soggetto giuridico) pur in assenza di una partecipazione superiore al 50% al capitale, ai diritti di voto ad altra partecipazione.

Piuttosto, all'art. 53, par. 3, sono individuate quattro ipotesi che possiamo definire come esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi.

La prima [lett. a)] è nella «possibilità di esercitare [...] nel caso di una società, la maggioranza dei diritti di voto nella società, sia essa condivisa o meno da persone che agiscono di concerto».

La previsione è dettata con limitato riferimento alle società (e non anche a soggetti giuridici diversi dalle società) e corrisponde alla nostra classica ipotesi di controllo azionario interno di fatto.

Come di consueto, la disposizione non brilla per qualità e precisione del dettato: la «possibilità di esercitare la maggioranza dei diritti di voto», difatti, non va intesa, come invece il dato letterale potrebbe *prima facie* suggerire, come titolarità formale della maggioranza dei diritti di voto [che, invero, darebbe luogo al controllo di diritto, quello attraverso una partecipazione, ai sensi del par. 2, lett. c), dello stesso art. 53], ma piuttosto come possibilità in fatto di raggiungere stabilmente la maggioranza in assemblea anche in ragione del modo in cui si compongono in concreto i relativi *quorum* in ragione del tasso di effettiva partecipazione alle adunanze, a sua volta correlato anche all'articolazione in concreto degli assetti proprietari. Il senso è omogeneo a quello corrispondente al nostro tradizionale controllo interno di fatto.

Il controllo ai sensi della lett. a) può essere sia individuale che congiunto. La norma parla infatti testualmente di una «possibilità di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nella società, sia essa condivisa o meno da persone che agiscono di concerto». Il riferimento al “concerto”, peraltro, è sufficiente a chiarire che il controllo in questione assumerebbe rilevanza solo ove attinga ai caratteri del controllo congiunto in senso proprio. Occorre, in altri termini, un vero e proprio “concerto” (quand'anche tacito).

Sempre stando alla formulazione letterale, tuttavia, in caso di condivisione concertata della maggioranza la titolarità effettiva parrebbe dover essere imputata a tutti i concertisti e non a solo quello, tra di essi, che avesse una posizione di influenza dominante individuale in seno al concerto (e così, indirettamente, sulla società). Si parla, invero, di maggioranza «condivisa» e per di più «da» (e non «con»)

persone che agiscono di concerto. Il che potrebbe viepiù suonare coerente con l'impostazione prudenziale dell'intero Regolamento AR, a sua volta in linea con la filosofia che deve informare una disciplina antiriciclaggio.

L'ipotesi, tuttavia, è tutt'altro che sicura. Il dettato letterale è troppo labile per stabilire se il Regolamento AR abbia davvero inteso optare per un'imputazione cumulativa della titolarità effettiva a tutti i concertisti o se la condivisione che genera l'imputazione congiunta non debba essa stessa ravvisarsi esclusivamente nel caso in cui non vi siano un concertista dominante o non vi siano alcuni concertisti dominanti congiuntamente rispetto ad altri.

17. Segue: *b) tramite la nomina o la revoca degli organi.*

La seconda [lett. b)] delle quattro esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi è nella «possibilità di esercitare [...] il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri del comitato o dell'organo di amministrazione, direzione o vigilanza, o di funzionari analoghi del soggetto giuridico».

Diversamente dalla prima ipotesi, qui la fattispecie non è circoscritta alle sole società, ma vale per qualsiasi soggetto giuridico.

Secondo una tradizione normativa europea, l'ipotesi costituisce una tipizzazione del nostro controllo interno di fatto, rispetto al quale, tuttavia, presenta una portata più ampia per due ragioni: perché il controllo parrebbe sussistere anche in presenza di un diritto di sola revoca (nominare “o” revocare) e perché parrebbe sussistere anche in presenza di un diritto di nominare (o revocare) anche la sola maggioranza dell'organo di controllo e non necessariamente anche di quello amministrativo (organo di amministrazione, direzione “o vigilanza”).

Per vero, la prima ipotesi risponde a uno scenario forse solo astratto e teorico: si potrebbe al limite immaginare una situazione nella quale a un socio di s.r.l. venga attribuito il diritto particolare, *ex art. 2468, co. 3, c.c.*, di essere l'amministratore unico della società, ma agli altri soci resti il diritto di procedere alla sua revoca per giusta causa; o immaginare un'ipotesi nella quale la maggioranza degli amministratori (magari non esecutivi) venga riservata alla nomina di una minoranza

qualificata (o attribuita a un socio *ex art.* 2468, co. 3, c.c.), ferma la revocabilità a maggioranza.

Difficilmente si potrebbe riscontrare una situazione concreta nella quale a un soggetto fosse attribuito un diritto esclusivo o particolare di revoca in assenza di un corrispondente diritto di nomina.

La seconda ipotesi, a sua volta, presupporrebbe una lettura letterale del riferimento all'organo di vigilanza, che tuttavia è tutt'altro che scontata. E difatti, è ragionevole immaginare che il Regolamento abbia pensato più al "consiglio di sorveglianza" del sistema dualistico che non al collegio sindacale del sistema ordinario (o al comitato di controllo sulla gestione del sistema monistico). Nella versione tedesca, difatti, si parla di «*Aufsichtsorgane*», così come in quella inglese di «*supervisory boards*» e in quella francese di «*organes de surveillance*» e, tra le S.A. francesi, è possibile optare per un modello classico o per un modello di S.A. «*à directoire et conseil de surveillance*», dove il consiglio di sorveglianza è, appunto, l'equivalente del corrispondente organo del sistema dualistico di matrice tedesca. Il punto è che una struttura corporativa caratterizzata dalla presenza di un organo di controllo sul modello del nostro collegio sindacale costituisce una peculiarità del sistema italiano.

Del resto, volendo optare per un'interpretazione coerente con la *ratio* e la funzione della norma, parrebbe eccessivo qualificare come titolare effettivo una persona fisica cui venisse attribuito il diritto di nominare la maggioranza dei sindaci, ma senza alcuna facoltà equivalente con riguardo agli organi amministrativi e direttivi. Diversamente, la nomina della maggioranza dei componenti di un organo di sorveglianza sarebbe pienamente in linea col sistema proprio in ragione delle prerogative non limitate al solo controllo sull'amministrazione (nomina e revoca degli amministratori, approvazione del bilancio, possibili ulteriori competenze in materia di alta amministrazione e in materia di autorizzazione/approvazione di operazioni amministrative).

Un ostacolo all'accoglimento di tale soluzione, tuttavia, rimarrebbe nella formulazione letterale della versione italiana (così anche nella versione spagnola: «*órgano de administración, de dirección o de control*»), nella quale si parla di organo di vigilanza e non di sorveglianza; e nel fatto che anche nel Regolamento 2001/86/CE sulla Società Europea si utilizza l'espressione organo di vigilanza per

intendere tanto quello del sistema dualistico renano, tanto quello del sistema dualistico latino.

È invece del tutto pacifico che il riferimento non potrebbe essere esteso fino a comprendere anche i revisori, che non sono “organi”, né “funzionari analoghi” nel senso di soggetti investiti di funzioni analoghe a quelle degli organi sociali in senso stretto, fatto salvo, eventualmente, il caso di un revisore che fosse nominato come organo di controllo in senso proprio nelle s.r.l.

Per il resto, il riferimento alla nomina della maggioranza dei membri «del comitato o dell’organo» di amministrazione, direzione o vigilanza è dovuto alla evidente volontà del Regolamento di comprendere ogni possibile sistema di amministrazione e ogni corrispondente possibile nomenclatura. Lo si comprende particolarmente bene nella versione tedesca, dove l’espressione utilizzata è «*das Recht auszuüben, die Mehrheit der Mitglieder des Vorstands oder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans [...]*».

Nella medesima prospettiva, con l’espressione “comitato” si intende presumibilmente far riferimento all’organo corrispondente al tedesco “*Vorstand*” (il nostro consiglio di gestione: art. 2409-*novies* c.c.). Peraltro nulla osterebbe a una lettura estensiva, confortata dalla aderenza alla *ratio legis*, con la quale identificare come controllante il soggetto che avesse il diritto di nominare la maggioranza dei componenti di un comitato esecutivo (ad es., in una s.r.l., per il tramite di un corrispondente diritto particolare *ex art. 2468, co. 3, c.c.*).

La medesima logica (omnicomprensiva e tesa a non lasciar fuori nessun tipo di possibile configurazione dell’organo amministrativo) giustifica anche il riferimento separato agli organi di “amministrazione” o di “direzione”. L’idea è quella di guardare all’organo investito di poteri gestori. Ove mai vi fosse, nella struttura organizzativa del soggetto giuridico (eventualmente anche diverso da una società) un organo di direzione separato da quello di amministrazione, la nomina della maggioranza dei componenti di uno qualunque dei due organi sarebbe *ex se* sufficiente ad integrare la fattispecie legale.

Manifestazione evidente della medesima intenzione omnicomprensiva è la formula finale, nella quale si menzionano «*funzionari analoghi del soggetto giuridico*», palesemente “residuale” e presumibilmente pensata soprattutto con riguardo a soggetti giuridici

diversi dalle società. Più accurata è, al riguardo, la locuzione utilizzata nella versione tedesca, dove si parla di “*Funktionsträger*”, ad intendere quindi *soggetti investiti di funzioni analoghe*.

18. Segue: *c) tramite diritti di veto o di decisione*.

La terza [lett. c)] delle quattro esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi è nella «possibilità di esercitare [...] i pertinenti diritti di veto o di decisione connessi alla quota della società».

Nuovamente, come per il caso della lett. a), qui il riferimento parrebbe essere circoscritto ai soli soggetti giuridici societari, anche se il senso della selezione non appare del tutto comprensibile.

La formulazione utilizzata è, come di consueto, compromessa da una evidente sciatteria, che ne pregiudica l'interpretazione.

Anche in questo caso ritorna l'impiego dell'aggettivo “*pertinenti*” (qui riferito ai diritti di veto o di decisione). Ed anche in questo caso il suo utilizzo appare di dubbio significato, se non addirittura del tutto fuori luogo. Tanto più se si considera l'assenza di uniformità tra le diverse versioni ufficiali del Regolamento: nella versione spagnola, l'aggettivo è identico (*pertinentes*), ma è riferito ai soli diritti di veto e non anche a quelli di decisione («*derechos de veto pertinentes o derechos de decisión vinculados a la participación en la sociedad*»); nella versione francese, manca del tutto una aggettivazione («*les droits de veto ou les droits de décision applicables attachés à la part de la société*»); nella versione tedesca, l'aggettivo utilizzato (“*einschlägige*”) parrebbe intendere che debba trattarsi di diritti “corrispondenti” (o “correlativi” o “relativi”), presumibilmente a quelli contemplati nelle lettere precedenti («*einschlägige Veto- und Beschlussfassungsrechte auszuüben, die mit dem Anteil an der Gesellschaft verbunden sind*»); nella versione inglese, l'aggettivo (“*relevant*”) potrebbe lasciare intendere che i diritti di veto o decisionali debbano essere “rilevanti”, importanti («*relevant veto rights or decision rights attached to the share of the corporate entity*»), anche e “relevant” potrebbe significare esso stesso “pertinente”, “attinente”, “relativo a” qualcosa.

Presumibilmente siamo dinanzi all'ennesimo difetto nel lavoro di allineamento e traduzione. Il senso logico della previsione era forse quello di circoscrivere il perimetro della fattispecie al caso di persone fisiche dotate di diritti di veto o decisionali di portata rilevante e/o

comunque corrispondente al peso dei diritti tipizzati nelle lett. a) e b). I curatori della versione italiana (così come di quella spagnola) non sembra che lo abbiano colto e tradotto correttamente e, in ogni caso, in tutte le versioni linguistiche, non può dirsi certo che la scelta operata sul piano semantico suoni del tutto chiara ed efficace .

La *ratio* della previsione parrebbe riconducibile, ancora una volta, alla logica sostanzialistica e omnicomprensiva che già connota la formulazione della lett. b). L'idea è presumibilmente quella di utilizzare formulazioni che consentano di includere qualunque situazione giuridica che, per la tipologia e il peso delle prerogative assegnate a una determinata persona fisica, possa reputarsi equivalente, in termini di ricaduta sul governo del soggetto giuridico, a quelle contemplate nelle lett. a) e b), che più direttamente e pacificamente danno luogo a forme di controllo in senso proprio.

Il riferimento ai poteri di veto, peraltro, induce a ritenere che, come abbiamo già visto nelle pagine precedenti, il Regolamento abbia optato per una fattispecie di controllo comprensiva non solo dell'influenza dominante, ma anche di quella determinante.

Il riferimento separato ai poteri di “decisione” potrebbe, a sua volta, spiegarsi con l'intento di includere quelle ipotesi nelle quali una persona fisica, pur non avendo diritti di voto o di nomina con l'estensione di cui alle lett. a) e b), sia tuttavia investita di diritti decisionali di portata equivalente, come potrebbe accadere in caso di attribuzione a un socio di s.r.l. di un diritto particolare *ex art.* 2468, co. 3, c.c. di adottare direttamente decisioni vincolanti su temi di particolare rilevanza in materia gestionale.

Che debba trattarsi di diritti «connessi alla quota della società», al di là della consueta sciatteria nella parte in cui parla di quota “della” società” anziché “nella” società, non è chiaro in cosa si traduca sul piano della identificazione della fattispecie. A stretto rigore, dovrebbe indurre a distinguere diritti connessi alla quota con diritti non connessi alla quota. In tale prospettiva, potrebbe servire a differenziare ipotesi di controllo comunque interno rispetto a situazioni giuridiche che, pur equivalenti nella portata, siano però riconducibili a forme di controllo esterno; e, ancora, a differenziare diritti di portata organizzativa da diritti attribuiti attraverso accordi di natura parasociale. Ma poi gli accordi parasociali sono menzionati comunque tra gli “altri mezzi” con i quali il controllo del soggetto giuridico potrebbe essere esercitato ai

sensi del par. 4. Ed allora il senso potrebbe essere proprio quello di differenziare a seconda che diritti siffatti siano o meno connessi alla quota: nel primo caso si ricadrebbe nelle ipotesi di cui al par. 3, che il legislatore (sia pure, come vedremo, in modo non del tutto riuscito) ha inteso configurare come oggetto di presunzione legale assoluta o, più correttamente, di fattispecie legalmente tipica; nel secondo caso si ricadrebbe invece nelle ipotesi di cui al par. 4, che sono invece frutto di valutazioni da effettuare caso per caso e nelle quali le situazioni giuridiche menzionate dalla norma fungono non già da generatori di presunzioni/tipizzazioni, ma da parametri di cui tener conto nelle valutazioni da effettuare caso per caso.

19. Segue: *d) tramite le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o che comportano una movimentazione patrimoniale.*

La quarta [lett. d)] delle quattro esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi è nella «possibilità di esercitare [...] le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili del soggetto giuridico o che comportano una movimentazione patrimoniale nel soggetto giuridico».

Nuovamente si tratta di ipotesi dall'area soggettiva non circoscritta alle società, ma estesa a qualunque soggetto giuridico.

Anche in questo caso si nota la sciatteria del linguaggio (“esercitare le decisioni”), che si ritrova anche in altre versioni ufficiali del Regolamento (ad es., in quella francese), ma non in tutte: nella versione tedesca, ad es., il verbo esercitare [*aus[zu]üben*] non sta nel cappello iniziale, ma è ripetuto nelle lett. a), b) e c), mentre alla lett. d) si dice «*Entscheidung zu treffen*».

Quanto al senso della previsione, presumibilmente il Regolamento intende far riferimento al caso in cui una persona fisica abbia il controllo su queste decisioni, ovvero sia un potere di imporre la propria volontà nell'adozione di queste decisioni, quand'anche non disponesse di una posizione generalizzata di potere ai sensi delle lett. a), b) o c). Così, ad esempio, si potrebbe immaginare il caso di una distribuzione dei diritti di voto differenziata per argomenti o, ancora, a un diritto particolare attribuito a un socio di s.r.l. *ex art. 2468, co. 3, c.c.*

La tipizzazione attivata dalla lett. d), pertanto, atterrebbe all'oggetto dell'influenza, talché un'influenza dominante pur circoscritta a decisioni concernenti la distribuzione degli utili o la movimentazione

patrimoniale sarebbe sufficiente a denotare una posizione di potere che giustificerebbe l'individuazione, nel soggetto che ne fosse investito, di una condizione di titolarità effettiva sul soggetto giuridico.

Evidentemente è il controllo sulla destinazione della ricchezza ad essere apprezzato come idoneo a generare un'influenza rilevante nella prospettiva antiriciclaggio.

Questa volta non sembrerebbe, invece, sufficiente la titolarità di una posizione qualificabile come di influenza determinante, in quanto si menziona il potere di assumere (“esercitare”) le decisioni, non anche il potere di impedirne l'adozione mediante l'esercizio di diritti di veto.

È difficile stabilire quale sia il grado di effettiva consapevolezza con cui il legislatore europeo ha individuato l'essenza delle quattro situazioni giuridiche e con cui ha selezionato i casi in cui rilevarebbe un potere a contenuto positivo da quelli in cui sarebbe sufficiente anche un potere di contenuto interdittivo [apparentemente, nella sola lett. c)]. Ma non sarebbe irragionevole immaginare che i poteri di veto siano sufficienti allorché incidano su decisioni gestionali sostanziali, mentre il controllo della distribuzione degli utili o delle movimentazioni patrimoniali debba postulare un potere di natura positiva e non già solo interdittiva.

Quanto all'oggetto del potere decisionale, qui il riferimento è, in via alternativa, alle decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o a quelle «che comportano una movimentazione patrimoniale del soggetto giuridico».

La formulazione adottata è frutto della più volte registrata sciatteria: il che nuovamente si riflette nella incertezza della relativa interpretazione.

Una primissima impressione potrebbe essere che si sia voluto far riferimento alle decisioni che incidono sulle operazioni sul capitale. Ma non sembra essere propriamente quello il senso della norma, per il quale appare invece illuminante il confronto con le altre versioni ufficiali del Regolamento.

Così, nella versione tedesca, si dice: «*Entscheidung zu treffen, die Gewinnausschüttungen der juristischen Person oder eine Vermögensverschiebung bei der juristischen Person bewirkt*», dove quindi il riferimento è alle decisioni che comportano uno “*spostamento di risorse*”. Ed ancora, nella versione spagnola, si parla di «*décisions concernant la distribution des bénéfiques de l'entité juridique ou*

entraînant un transfert d'actifs dans l'entité juridique», dove nuovamente il riferimento è al “*trasferimento di attivi*”. Nella versione spagnola, si dice «*decisiones relativas al reparto de beneficios de la entidad jurídica o que den lugar a un cambio en los activos de la entidad jurídica*» e, dunque, nuovamente il significato è quello di un “cambio negli attivi”. E nella versione inglese l'espressione utilizzata è «*decisions regarding distribution of profit of the legal entity or leading to a shift in assets in the legal entity*», con accento, nuovamente, sul “cambiamento degli attivi” o “*sostituzione degli attivi*”.

Il senso della previsione normativa, pertanto, è ragionevolmente ravvisabile nella volontà di attribuire rilevanza a un potere di imporre la propria volontà nelle decisioni concernenti il compimento di atti di disposizione degli attivi che possano comportare un mutamento significativo della composizione della ricchezza investita nella società o comunque una disposizione della ricchezza stessa. Come quelle concernenti la distribuzione degli utili, difatti, anche queste decisioni sono rilevanti, in una prospettiva antiriciclaggio, in quanto incidenti sulla destinazione della ricchezza investita nel (e, qui, anche dal) soggetto giuridico.

Il senso della previsione è forse anche quello di impiegare una formula dal valore residuale rispetto alle decisioni di destinazione degli utili, particolarmente utile per quei soggetti giuridici, anche diversi dalle società, nei quali la destinazione dei risultati potrebbe essere indirizzata con modalità diverse da quelle della distribuzione degli utili.

20. Segue: *il controllo con mezzi ulteriori e diversi, come quelli di cui al par. 4. Differenza e rapporto con le fattispecie di cui al par. 3.*

All'art. 53, al par. 4, 1° cpv., è precisato che «In aggiunta a quanto previsto dal paragrafo 3, il controllo del soggetto giuridico può essere esercitato con altri mezzi». Al 2° cpv., quindi, si chiarisce ulteriormente che «A seconda della situazione particolare del soggetto giuridico e della sua struttura, tali altri mezzi di controllo possono comprendere: a) accordi formali o informali con i proprietari, i soci o i soggetti giuridici, disposizioni dello statuto, accordi di partenariato, accordi di sindacato o documenti o accordi equivalenti, a seconda delle caratteristiche specifiche del soggetto giuridico, nonché modalità di voto; b) rapporti

tra familiari; c) il ricorso ad accordi formali o informali di nomina fiduciaria»¹⁷.

Dal primo capoverso si ricava una ulteriore conferma del fatto che quelle indicate nel par. 3 non sono sub-fattispecie tassative, ma solo esemplificative, della fattispecie del “controllo con altri mezzi”.

Dal secondo capoverso, a sua volta, si ricava che gli stessi mezzi ulteriori di cui al par. 4 non hanno carattere esaustivo.

La fattispecie del “controllo con altri mezzi” rimane, quindi, una fattispecie “aperta”.

Quanto al rapporto tra par. 3 e par. 4, una prima ipotesi ricostruttiva potrebbe essere nel senso che le situazioni giuridiche contemplate nel par. 3 sarebbero sub-fattispecie legali tipiche (l’equivalente di una presunzione assoluta di ricorrenza di una posizione di controllo), mentre quelle contemplate nel par. 4 sarebbero solo situazioni di cui sarebbe “possibile” tener conto nell’ambito di valutazioni da effettuare in concreto e caso per caso.

Il par. 3, difatti, esordisce dicendo che «Il controllo del soggetto giuridico con altri mezzi *comprende comunque* la possibilità di [...]»: volendo con ciò indicare che quelle sub-fattispecie rientrano “*comunque*” (ovverosia sempre e senz’altro) tra le ipotesi generatrici di una posizione di controllo (presunzione assoluta o tipizzazione legale della fattispecie), pur non esaurendo la portata della fattispecie principale (“*comprendono*”, ma non esauriscono, i mezzi di possibile esercizio del controllo).

Diversamente, il par. 4 esordisce dicendo che, in aggiunta alle ipotesi del par. 3, al 1° cpv., il controllo «*può* essere esercitato con altri mezzi»

Il parametro cui indirizzare la valutazione, poi, sarebbe sempre quello della «possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, un’influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all’interno del soggetto giuridico», secondo la definizione generale di “controllo del soggetto giuridico” dettata nell’art. 53, par. 2, lett. a).

¹⁷ Al terzo capoverso, infine, si specifica che «Ai fini del presente paragrafo, «accordo formale di nomina fiduciaria»: un contratto, o un accordo equivalente, tra un fiduciante e un fiduciario, in cui il fiduciante è una persona giuridica o una persona fisica che incarica il fiduciario di agire per suo conto in una determinata veste, anche in qualità di amministratore o azionista o costituente, e il fiduciario è una persona giuridica o una persona fisica incaricata dal fiduciante di agire per suo conto».

A ben vedere, però, il sistema così predisposto incontra delle criticità che ne compromettono il funzionamento.

Innanzitutto, tra le sub-fattispecie di cui al par. 3, solo le prime due sarebbero suscettibili di verifica oggettiva, mentre la terza e la quarta sembrano difficilmente concepibili al di fuori di una valutazione in concreto.

Inoltre, tra le situazioni giuridiche di cui al par. 3 e quelle di cui al par. 4 corre una differenza anche più penetrante: quelle del par. 3, difatti, attingono al genere di potere di influenza che una persona fisica sarebbe in grado di esercitare sul soggetto giuridico; quelle del par. 4, per contro, attingono alle fonti (negoziali, familiari, fiduciarie) da cui potrebbero scaturire analoghi poteri di influenza. Né, peraltro, la differenza starebbe nella natura “extra-corporativa” delle fonti in questione, perché, tra quelle menzionate nella lett. a), vi sono anche le «disposizioni dello statuto».

In ogni caso, un'ipotesi ricostruttiva plausibile sarebbe nel senso che:

- al par. 3 sono elencate delle situazioni giuridiche che il legislatore ha ritenuto di configurare come sub-fattispecie legali tipiche di controllo: sub-fattispecie che non esauriscono tutte le possibili forme di controllo (suscettibili di trovare realizzazione anche in mezzi diversi e ulteriori), dove per “mezzi” diversi di controllo si intendono i diritti/poteri che alla persona fisica competono in ragione della disciplina legislativa e/o statutaria applicabile a quel determinato soggetto giuridico e, dunque, quali diritti/poteri di rilevanza organizzativa;

- al par. 4, invece, sono elencate delle situazioni giuridiche e, più esattamente, delle “relazioni”, non necessariamente giuridiche in senso stretto, come quelle delle lett. a) e c), ma anche di fatto, come quelle “familiari” di cui alla lett. b), per le quali una determinata persona fisica è in condizione di esercitare un'influenza significativa e di imporre le proprie decisioni all'interno del soggetto giuridico, quand'anche non fosse investito di diritti/poteri a rilevanza organizzativa.

Così opinando, si comprende la differenza tra il voluto automatismo che connoterebbe le sub-fattispecie di cui al par. 3 rispetto ai mezzi diversi di cui al par. 4: dinanzi a situazioni giuridiche soggettive a rilevanza organizzativa, l'interprete dovrebbe solo verificare che le stesse abbiano uno dei contenuti indicati nelle quattro lettere in cui si

articola lo stesso par. 3; dinanzi invece a situazioni giuridiche a rilevanza non organizzativa, la verifica che l'interprete dovrebbe condurre sarebbe anche quella di verificare, avendo riguardo a tutte le circostanze del caso concreto, a partire dalla natura della fonte dell'influenza, la portata effettiva di quell'influenza. Così si spiega la locuzione utilizzata nell'*incipit* del 2° cpv. del par. 4, dove si dice che tali altri mezzi di controllo possono comprendere le ipotesi ivi elencate, «a seconda della situazione particolare del soggetto giuridico e della sua struttura»: il che, appunto, equivale a rimarcare la necessità che ogni valutazione sia svolta in concreto e non in astratto.

Resterebbe l'eterogeneità, rispetto a tale ricostruzione, del riferimento anche a clausole dello statuto, che tuttavia potrebbe spiegarsi nella filosofia che ispira un po' tutte le previsioni normative in commento, che è quella di non lasciare fuori nessuna possibile ipotesi, tanto più considerando che l'ampiezza delle possibili previsioni statutarie andrebbe misurata avendo riguardo anche alla disciplina dettata da ciascuno Stato-membro e tenendo conto del fatto che la norma è destinata ad essere applicata anche a soggetti giuridici non societari.

Solo alcuni cenni finali alla formulazione utilizzata:

– all'espressione «accordi formali o informali» parrebbe corretto attribuire un duplice significato, immaginando che il legislatore abbia voluto includere, da un lato, tanto accordi vincolanti (contratti) quanto accordi non vincolanti (ad es., *gentlemen's agreements*); dall'altro, che abbia voluto includere sia accordi espressi (a prescindere dalla forma utilizzata), sia accordi taciti (comportamento concludente). Il tutto secondo quelle che sono conclusioni ormai acquisite nella teoria dei patti parasociali¹⁸;

– il riferimento separato ad accordi «con i proprietari» o «con i soci», a sua volta, parrebbe corretto intenderlo come volto a comprendere tanto i «partecipanti» (*lato sensu*) a un soggetto giuridico non societario, quanto i soci di società;

¹⁸ Cfr., anche per ogni ulteriore riferimento, V. DONATIVI, *I patti parasociali*, in *Trattato delle società*, V. Donativi (diretto da), tomo I, 2022, 256 ss.; ID., *Patti parasociali*, in *Tratt. dir. comm.*, V. Buonocore (fondato da) e R. Costi (diretto da), 2022, 37 ss.

- gli accordi «con i soggetti giuridici», a loro volta, potrebbero essere contratti di dominazione o qualsiasi altra tipologia negoziale ipotizzabile anche in relazione a soggetti giuridici diversi dalle società;
- gli “accordi di partenariato, accordi di sindacato o documenti o accordi equivalenti” possono essere accordi con il soggetto giuridico o tra i soci/proprietari (in senso lato), di ogni tipologia (anche “equivalenti”), purché idonei ad attribuire un potere di influenza qualificabile come controllo nel senso che abbiamo sopra messo in luce.

Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario. Note introduttive*

SOMMARIO: Premessa - 2. La *governance* bancaria europea - 3. Il sistema di vigilanza multilivello e la struttura dell'architettura normativa bancaria - 4. Il fenomeno della digitalizzazione e il Testo Unico Bancario - 5. Fonti normative di portata unificatrice del diritto bancario - 5.1. *Segue*. Verso un testo unico delle attività finanziarie? - 5.2. *Segue*. Verso un codice bancario europeo?

1. Premessa

Uno sguardo alla storia mostra che, ciclicamente, il manifestarsi di profondi cambiamenti di carattere strutturale del sistema socio-economico pone, dal punto di vista del diritto, l'esigenza di una sistemazione organica; o, quanto meno, impone ai giuristi di interrogarsi in ordine all'effettiva necessità di una risposta normativa nuova o, comunque, diretta a mettere mano all'esistente¹.

Il punto sta in ciò, che nel contesto attuale – caratterizzato da profondi mutamenti derivanti dalle innovazioni di carattere tecnologico, dall'affermazione dell'IA, dalle istanze di sostenibilità, da un rinnovato tessuto sociale-economico post-covid – appare inevitabile interrogarsi circa la capacità delle categorie fondative del Testo Unico Bancario di rispecchiare e supportare l'attuale conformazione del mercato. Insomma, in un contesto di transizione e mutamento, a trent'anni dall'emanazione del TUB, appare inevitabile indagare circa la reale capacità delle categorie e degli istituti ivi contenuti di riflettere l'attuale conformazione del mercato bancario europeo. E questo già con riferimento ai principali pilastri strutturali: i soggetti (non solo i destinatari della vigilanza ma anche le autorità di governo del sistema economico e i relativi rapporti che ne segnano l'azione), l'oggetto (i

* Il contributo ripropone la Relazione di apertura alla sessione antimeridiana del convegno “A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time”, organizzato a cura di Banca d'Italia e ADDE, a Roma, 11-12 dicembre 2023.

¹ A parte stanno, ma in termini complementari, le sovrastrutture concettuali dei rapporti nel mercato operate dalla scienza giuridica, che ha sempre dimostrato una certa resilienza, così da supportare l'affermazione dei diversi sistemi economici in tutte le fasi evolutive del mercato.

confini della nozione di attività bancaria), come anche, ancora prima, il sistema di produzione delle fonti.

A questi interrogativi di vertice cercheremo di dare una prima risposta in queste due giornate di lavoro, favorendo un dialogo critico tra esponenti del mondo accademico e della Banca d'Italia: guardando, da una parte, alla storia recente del diritto bancario, raccogliendone gli insegnamenti che solo l'esperienza ci può consegnare e, dall'altra, esplorando possibili traiettorie evolutive.

Attesa questa peculiare prospettiva, rimane poi da verificare se le direttrici che hanno ispirato storicamente il nostro Testo Unico potranno, come osservato dal Governatore, costituire un "valido modello per il futuro della legislazione europea". Un modello ideale che – nel segno della semplificazione, razionalizzazione e delegificazione – ha ipotecato un successo duraturo nel tempo.

L'avvio della riflessione è assegnato alla Professoressa Luisa Torchia che si occuperà di "sistema di vigilanza multi-livello e istituzioni bancarie europee", cui seguirà l'approfondimento dell'avvocato generale Marino Perassi sull'assetto del sistema delle fonti e così delle interferenze tra regole statali ed europee nel diritto vivente.

2. *La governance bancaria europea*

Che il rinnovamento istituzionale adottato in Europa sia intervenuto in modo profondo sulle modalità di esercizio della vigilanza a me pare una constatazione condivisa. Va pure aggiunto che la centralizzazione della supervisione presso la Banca Centrale Europea non è stata seguita dall'attribuzione alla stessa di un potere regolamentare, che rimane nelle mani degli Stati membri, delle corrispondenti autorità, e dell'Autorità Bancaria Europea secondo uno schema che si allontana dalle tradizionali modalità di esercizio della vigilanza domestica basata sulla triade "vigilanza ispettiva, informativa e regolamentare" (così individuati nel TUB agli artt. 51, 53, 54). Aspetto, questo, di per sé critico in termini di effettiva uniformazione normativa².

² C. BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The Role of the ECB and the EBA*, LUISS Guido Carli working paper 20 Maggio 2014, 11 s., disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2448913>; G. FERRARINI, L. CHIARELLA, *Common banking supervision in the Eurozone: strengths*

In un simile contesto, va pure ricordato che l'EBA ha assunto un ruolo trainante, elaborando un *corpus* regolamentare comune che orienta l'esercizio della vigilanza prudenziale e favorisce un intenso dialogo tra le autorità nazionali. Nondimeno, il sistema si espone a taluni profili di criticità, come emerge, ad esempio, nella decisione della Corte di Giustizia Europea del 15 luglio 2021 [Causa: C-911/19 - *Fédération bancaire française* (FBF) contro *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR)] in tema di legittimità degli orientamenti dell'EBA del 22 marzo 2016 sui dispositivi di *governance* e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio, che l'autorità di vigilanza francese aveva considerato direttamente applicabili agli enti creditizi³. Nel ritenere gli orientamenti EBA sottratti all'applicazione del ricorso per annullamento *ex art.* 263 TFUE e, invece, suscettibili di formare oggetto di sindacato tramite rinvio pregiudiziale, la decisione ruota tutta sul perno dell'effettivo valore da assegnare alle *guidelines*. L'inapplicabilità del ricorso per annullamento dipende, infatti, nell'impianto motivazionale della Corte, dalla natura non «*legally binding*» delle *guidelines*, cui gli Stati membri non sono vincolati, potendo discostarsene secondo il meccanismo del *comply or explain*. Si, apre, come si vede, un problema relativo al sindacato di questi atti e alla loro effettiva capacità conformativa.

Sul fronte della supervisione, la *governance* bancaria europea ci consegna una struttura composita, che per il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) si articola come una rete, in cui ciascuna

and weaknesses, ECGI working paper Series in Law n. 223/2013, Agosto 2013, 52 ss.; E.O. WYMEERSCH, *The European Banking Union, a First Analysis* in Financial Law Institute Working Paper Series n. 7, 23 ottobre 2012, spec. 4 ss, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2171785>.

³ In commento alla decisione, cfr. M. CHAMON, N. DE ARRIBA-SELLIER, FBF: *On the Justiciability of Soft Law and Broadening the Discretion of EU Agencies ECJ (Grand Chamber) 15 July 2021, Case C-911/19, Fédération Bancaire Française (FBF) v Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, *ECLI:EU:C:2021:599*, in *Eur. Const. L. Rev.*, 2022, 286 ss; F. LIGUORI, *Il sindacato di validità degli orientamenti dell'Autorità bancaria europea in Il diritto dell'Unione Europea*, 2022, 467 ss.; J. ALBERTI, *Un atto non vincolante può essere dichiarato invalido? Le Guidelines di EBA dinanzi alla Corte di giustizia*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2022, 425 ss; F. ANNUNZIATA, *The remains of the day: EU financial agencies, soft Law and the relics of Meroni* in *Riv. it. Dir. pubb. Com.*, 2022.

autorità ha una propria dimensione nodale che converge verso un'autorità centrale chiamata alla supervisione delle banche significative⁴. Insomma, un modello istituzionale fortemente cooperativo che nel SEVIF trova la propria base giuridica: un sistema multilivello di autorità micro e macro prudenziali orientato ad assicurare una vigilanza uniforme all'interno dell'Unione Europea⁵.

Da diverso angolo visuale, il Meccanismo di vigilanza e quello di risoluzione unico, che dimostrano una spinta verso la verticalizzazione delle competenze, dovrebbero consentire una gestione efficace e tempestiva dei rischi a livello micro e macro prudenziale⁶.

⁴ Il tema della struttura a rete della *governance* europea del rischio è trattata con riferimento al SEVIF da M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari*, Padova, 2012, 275, che sottolinea come si tratti di “un assetto organizzativo policentrico, in grado di esercitare una sorveglianza macroprudenziale sui rischi sistemici, proprio perché capace di interconnettersi velocemente con le singole autorità di microvigilanza, sia europee, sia nazionali”; il tema è trattato anche da R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto De Larosiere*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, spec. 159 ss. Più recentemente, L. AMMANNATI, *Passato, presente e futuro del modello della rete. Le sue trasformazioni nella "governance" europea dell'economia*, in *An. giur. econ.*, 2018, 329-345, per cui le ESAs «appaiono punto di approdo di una evoluzione del modello della agenzia rete che incorpora la rete delle autorità nazionali all'interno di una persona giuridica disciplinata da norme europee» attraverso gli organi rappresentativi delle autorità transnazionali. Alla dimensione fortemente cooperativa secondo l'A. si accompagna anche un accentramento presso gli organi sovraordinati, specialmente legato all'assunzione di poteri sostituitivi delle autorità nazionali, che determinerebbe l'acquisizione di un ruolo sempre più rilevante nella rete.

⁵ E. FERRAN, *Understanding the new institutional architecture of EU financial market supervision*, in E. WYMERSCH (a cura di) *Financial Regulation and supervision: a post crisis analysis*, Oxford, 2012; R. D'AMBROSIO, *Le autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011, 109-144; F. RECINE, P.G. TEIXEIRA, *The new financial stability architecture in the EU*, Institute for Law and Finance Working Papers n. 110, Dicembre 2009.

⁶ Con riferimento al SSM, in particolare C. V. GORTSOS, *Competence Sharing Between the ECB and the National Competent Supervisory Authorities Within the Single Supervisory Mechanism (SSM)*, in *European Business Organization Law Review* 2015, 401-420, <https://doi.org/10.1007/s40804-015-0019-6>; L. WISSINK, T. DUIJKERSLOOT, R. WIDDERSHOVEN, *Shifts in Competences between Member States and the EU in the New Supervisory System for Credit Institutions and their Consequences for Judicial Protection*, in *Utrecht Law Review*, 2014,5, 92-115; C. BRESCIA MORRA, *op. cit.*; C. GANDRUD, M. HALLERBERG, *Supervisory transparency in the European Banking Union*. Bruegel Policy Contribution, 2014/01; E. FERRAN,

La complessità di questa architettura e la sua articolazione composita inevitabilmente si sono tradotte in una modificazione dei poteri attribuiti alla Banca d'Italia. Una prospettiva della cattedrale che trova conferma anche sul piano del diritto vivente. Così la Corte di Giustizia Europea nel caso *Landeskreditbank* del 2019, attribuendo un ruolo centrale alla BCE, rileva anche che le autorità nazionali hanno un dovere di cooperazione che si traduce in un vero e proprio dovere di assistenza e di attuazione decentrata⁷. Il meccanismo creato con il SSM,

V. BABIS, *The European Single Supervisory Mechanism* University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10/2013, March, 2013, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2224538>; G. FERRARINI, L. CHIARELLA, *op. cit.*; E.O. WYMEERSCH, *op. cit.*; R. D'AMBROSIO, *Due process and safeguards of the persons subject to SSM supervisory and sanctioning proceedings*. Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, n. 74, Dicembre 2013. Sul SRM si veda, invece, D. BUSCH, *Governance of the European Banking Union Single Resolution Mechanism*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2017, 447- 498; C. GORTSOS, *The Single Resolution Mechanism (SRM) and the Single Resolution Fund (SRF): Legal Aspects of the Second Main Pillar of the European Banking Union*, 2015, 2019-updated – Edition, April 30, 2019, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2668653>; R. WIGGINS, M. WEDOW, A. METRICK, *European Banking Union B: The Single Resolution Mechanism*, Yale Program on Financial Stability Case Study, 1 Novembre, 2014, 2014-5B-V1, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2577347>; Trattano entrambi i temi, nel più ampio contesto della Unione bancaria, D. SORACE, *I Pilastri dell'Unione Europea*, in P. Chiti, V. Santoro (a cura di), *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016; N. MOLONEY, *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, in *Common Market Law Review*, 2014, 6, 1609-1670; M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in Quaderni di ricerca giudica, Banca d'Italia, n.73, Settembre 2013.

⁷ La sentenza è di grande importanza nella definizione dei rapporti tra BCE e Autorità Nazionali Competenti. Nella sentenza del 2019, la Corte di Giustizia Europea conferma quanto già stabilito dal Tribunale in sede di primo grado, ritenendo quindi che la BCE goda di una competenza esclusiva sulla vigilanza prudenziale, tanto sugli enti creditizi *significant* e *less significant*; alle Autorità Nazionali Competenti la CGUE attribuisce un ruolo di “attuazione decentrata”, nell’ambito di una dimensione di “cooperazione tra autorità nazionali e transnazionali”. Molti autori hanno commentato la sentenza del Tribunale, confermata dalla Corte in appello. Senza pretese di completezza, si vedano K.A. MARKWARDT, *Promoting Economic Cohesion over the Continued Rise of National Interests: Landeskreditbank Baden-Wurtemberg - Forderbank v. European Central Bank*, *International Lawyer* 2020, 291; F. ANNUNZIATA, *New exercises in sovereignty: the Single Supervisory Mechanism as a laboratory of Union Law*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2019, 317-34. Riflettono, tra gli altri spunti, su quale sia il ruolo delle Autorità nazionali nel nuovo contesto tratteggiato dalla sentenza F. ANNUNZIATA, *Chi ha paura della Banca Centrale Europea? Riflessioni a margine del caso Landeskreditbank c. BCE*, in

SRM e il SEVIF, tuttavia, proprio in virtù della sua struttura fortemente cooperativa suo carattere, può incepparsi nel momento in cui il singolo componente abdichi al suo compito, o vi siano incertezze rispetto a quale autorità debba intervenire. Il passato recente lo ha dimostrato⁸.

3. *Il sistema di vigilanza multilivello e la struttura dell'architettura normativa bancaria*

L'esistenza di un sistema di vigilanza “multilivello” viene a riflettersi sulla struttura dell'architettura normativa bancaria. L'attuale articolazione del sistema di fonti del diritto bancario europeo rappresenta non solo il profondo ripensamento della distribuzione di sovranità e potere normativo che i mercati impongono alle istituzioni, ma anche la graduazione dei poteri (pubblici e privati) di conformazione che occorre per assicurare un'omogenea *rule of law*.

Del resto, un'interpretazione uniforme del diritto comunitario, oltre che imposta dai Trattati, si rende necessaria per assicurare le basi minime per la libertà di stabilimento e la libera prestazione dei servizi in prospettiva di integrazione economica, nonché per affermare forme di efficace reciproco controllo e leale affidamento in proiezione di allargata mutualità sociale e progressiva socializzazione del rischio finanziario entro i più ampi confini della comunità degli Stati membri.

Giurisprudenza Commerciale, 2017,II, 917-944; V. LEMMA, «*Too big to escape*»: un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del *Single Supervisory Mechanism*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 75-84. Nel prospetto di una riduzione dei compiti delle autorità nazionali cfr. T.H. TRÖGER, *How Not To Do Banking Law in the 21st Century - The Judgement of the European General Court (EGC) in the Case T-122/15 – Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank v European Central Bank (ECB)*, in *Oxford business law blog*, disponibile su <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/06/how-not-do-banking-law-21st-century-judgement-european-general-court>. DONATO VESE, *Unione bancaria e cooperazione nell'era della crisi. Alla ricerca di un modello politico-organizzativo della governance bancaria multilivello* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 277-326, pone l'accento sulla cooperazione come elemento distintivo dei rapporti tra autorità nazionali e transnazionali.

⁸ Per un approfondimento sul tema si vedano F. CAPRIGLIONE, *Crisi bancarie e di sistema. Il caso Italia*, in *Federalismi.it*, 2020; A. URBANI, *I rapporti tra la banca e le autorità di vigilanza nel nuovo contesto dell'Unione Bancaria*, *Ricerche giuridiche*, n.7, 2018.

In tale contesto, l'ordinamento bancario – sotto il profilo delle fonti di disciplina – più che un quadro, è venuto a definirsi come un «*puzzle*», in sé oggettivamente distante dall'assetto unitario e rassicurante delle origini⁹. Al fondo di questa situazione, di progressiva perdita da parte degli Stati del monopolio legislativo in ambito bancario, sono stati individuati diversi fattori determinanti, non necessariamente connessi l'uno con l'altro.

Tra questi, vengono in primo luogo in considerazione da un lato la *tecnificazione delle regolazioni dei mercati*, cioè la trasposizione di regole di natura tecnico-finanziaria in norme giuridiche, dall'altro la *giuridificazione dell'attività e dell'organizzazione degli attori dei mercati*, atteso che le prassi organizzative e i modelli di attività delle banche hanno progressivamente assunto rilevanza sul piano giuridico¹⁰.

Secondo una logica di tipo diverso, è pure da rilevare il progressivo processo di *integrazione tra le diverse attività finanziarie*, i cui effetti si esplicano, sul piano organizzativo, con la costituzione in alcuni paesi di autorità nazionali di vigilanza “unificata” e, a livello unionale, di autorità europee sia settoriali che integrate o macro prudenziali; mentre, sul piano funzionale, gli effetti più immediati si registrano con il rafforzamento dei poteri ad esse attribuite. Nella stessa prospettiva, un diverso processo attiene alla *stratificazione multilivello, ma anche all'osmosi delle fonti*. Su questo fronte, si osserva da una parte un aumento significativo dei centri di produzione di regole giuridiche multilivello e multispecie (organismi internazionali, istituzioni europee tra loro in concorrenza, Parlamenti, autorità di regolazione, ecc.) e, dall'altra, l'emersione di fonti nuove quanto a natura, struttura ed efficacia (indirizzi del *Financial Stability Board*, indicazioni del Comitato di Basilea, poi trasfuse nelle norme dell'UE; *hard law* “a cascata” dell'UE - regolamenti e direttive, di primo e secondo livello - , atti della BCE e dell'EBA, atti precettivi delle autorità di vigilanza nazionali; le “Linee applicative” di tali atti, le lettere al mercato, le aspettative di vigilanza e così via).

⁹ S. AMOROSINO, *Il “puzzle” delle fonti normative del mercato bancario e la “dialettica circolare” tra le Corti europee e nazionali* in *Riv. reg. merc.*, 2020, 94 ss.

¹⁰ Si tratta di un fenomeno che, del resto, si registra ormai a partire dalla crisi del 2008, cfr., tra gli altri, O. CAPOLINO, *Il testo unico bancario e gli sviluppi della legislazione europea*, in *An. Giur. Econ.*, 2013, 493 ss.

Infine, l'accento cade tonico sul fenomeno della *giurisdizionalizzazione della "produzione" delle regole*. Nel quadro descritto, ricade in gran parte sui giudici europei, sulla loro attività di *ius dicere*, il compito di "mettere un po' d'ordine" in sede interpretativa/applicativa delle fonti. Fenomeno che ha determinato un mutamento degli equilibri tra legislazione e giurisdizione ampliando la sfera di discrezionalità dell'autorità giudiziaria chiamata a creare la regola del caso concreto¹¹.

4. *Il fenomeno della digitalizzazione e il Testo Unico Bancario*

Centrale, proprio strategica, tra la prima e la seconda parte della sessione antimeridiana, si colloca la relazione del Professore Raffaele Lener in tema di "*Regolazione Fintech e Testo Unico bancario*". Il fenomeno della digitalizzazione ha infatti investito trasversalmente la costruzione strutturale del testo unico bancario, incidendo sulla stessa nozione di «banca» e di «attività bancaria» (come definite sul piano del diritto positivo).

Rispetto alle attività che le banche possono svolgere, il fintech ha determinato la nascita di nuovi attori, che, rivolgendosi alla medesima

¹¹ Per rimanere a livello esemplificativo, si può richiamare l'ordinanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia, emessa dal Consiglio di Stato (Sez. VI, ord. n. 8650, 10 ottobre 2022), relativamente all'interpretazione di talune disposizioni contenute nella Direttiva 2005/29/CE (in materia di pratiche commerciali scorrette), la cui violazione è stata evocata in relazione al problema dell'abbinamento di prodotti assicurativi non collegati al credito. Senza entrare nel merito della vicenda – in sé nota –, basta a questi fini segnalare che il rinvio pregiudiziale è costruito intorno alla nozione di «consumatore medio» (presupposto per l'applicazione della normativa sulle pratiche commerciali scorrette) di cui si chiede alla Corte di Giustizia di fornire un'interpretazione. Del resto, la stessa definizione dell'ampiezza oggettiva della nozione di «consumatore» risulta affidata alla Corte europea (per le varie tematiche apertesesi negli ultimi anni cfr. AZZARRI, *Spigolature intorno alla nozione di consumatore*, in *Contratti*, 2021, 60 ss.). Per passare ad altri esempi, che interessano direttamente il settore bancario, basta ricordare il caso Pringle in relazione all'istituzione del MES (cfr. per questo ed altri casi, M. RABITTI, *La corte di giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, in *Persona e Mercato*, 2018, 220 ss.) o la più nota vicenda relativa alla banca Tercas e al tema della nozione di «aiuto di Stato» (tra i molti commenti alla sentenza cfr. ROSSANO, *La Corte di Giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno la beffa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, II, 1 ss.).

domanda di mercato, si pongono in concorrenza rispetto agli intermediari tradizionali, così aprendo il problema dell'opportunità, delle modalità e delle tempistiche di intervento normativo (: “*wait and see*”, “*same business, same risk, same rules*”, “*new functionality, new rules*”¹²).

L'avvertita esigenza di regolazione della materia, anche nell'ottica di garantire la stabilità del sistema, ha portato, rispetto ad alcuni rami di attività, a ricondurre il fenomeno nel perimetro delle attività finanziarie regolamentate. Così è stato, ad esempio, per la disciplina del *crowdfunding* a seguito dell'emanazione del Regolamento UE n. 2020/1503, ovvero delle *crypto-asset* con il recente Regolamento UE n. 2023/1114 (MICAR).

Nell'ambito del *Digital Finance Package* il legislatore europeo ha seguito una strategia nel segno dell'emanazione di regole nuove, elaborate però nell'alveo di quelle già collaudate nei settori tradizionali. Ne è un esempio paradigmatico il richiamato regolamento MICA, risultato di un processo di “mifidizzazione” del mercato dei *cripto assets*¹³.

¹² M. AMSTAD, *Regulating FinTech: Objectives, Principles, and Practises*, ADBI Working Paper Series, No. 1016, 2019, 8.

¹³ V. FALCE, *Data strategy e finanza digitale. Il caso della “consulenza automatizzata”* in *Ass.*, 2022, 429 ss spec. 437; M.T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della MIFID*, Torino, 2023. Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; spec. 14 ss e P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?* in *European company and financial law review*, 2023. 243; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, 2020 (aggiornato 2023), European Banking Institute Working Paper Series n. 77, 2020, University of Luxembourg Law Working Paper Series n. 18, 2020, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper n. 59, 2020, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3725395>. La dottrina ha osservato come MiCAR, per più profili, abbia ripreso acriticamente profili di disciplina normativa già collaudati nei mercati regolamentati tradizionali secondo la tecnica del “*copy and paste*”. Nondimeno rimane, come tratto distintivo, l'allontanamento dalla tradizionale disciplina per soggetti, a favore di una normativa legata alle specificità del *fintech* e al supporto tecnologico utilizzato (F. ANNUNZIATA, *op.cit.*, 17; riconosce la tendenza nel Pacchetto sulla finanza digitale M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 119-135). Sempre sulla tecnica normativa adottata si vedano F. BASSAN, *Digital*

Sul fronte della regolazione la principale difficoltà rimane quella di emanare una normativa *su misura* per le specificità del Fintech: una normativa che sappia cogliere, da un lato, le specificità del supporto tecnologico, e della relazione contrattuale tra *users* e *provider* di servizi digitali, e, dall'altro, assicurare la funzionalità dei modelli di *business* che ne connotano la concreta operatività sul mercato¹⁴. In questa prospettiva, occorre coltivare un approccio di tipo funzionale, capace di considerare il tipo di attività svolta e il rischio concreto che essa determina¹⁵.

Nel fare questo, pure la selezione del tipo di apparato tecnologico è in sé decisiva. Tant'è che oggi da alcuni è posta in discussione la stessa effettiva utilità di un'applicazione rigida del principio di neutralità tecnologica¹⁶.

Platforms and Blockchains: The Age of Participatory Regulation, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2023, II, 1103-1132.

¹⁴ E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*, in A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI (a cura di), *Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderni di fintech, Consob n.5, 2019; M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale. Considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e cripto attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 125.

¹⁵ E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op.cit.*, V. FALCE, *op.cit.*, 437. La direzione è confermata anche nel successivo M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale. Considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e cripto attività*, cit., 123-125, dove si specifica che l'affermazione di questo modello nel quadro normativo europeo è stata supportata dalle difficoltà di *enforcement* di una normativa per soggetti nel contesto della digitalizzazione.

¹⁶ Il paradigma normativo della neutralità tecnologica - il cui corollario si basa sul fatto che il legislatore non individua una tecnologia preferibile - comincia a mostrare più profili di criticità. Basta pensare, tra le altre cose, all'impatto, in termini di sostenibilità ambientale, derivante dell'utilizzo di tecnologie DLT particolarmente energivore o ai problemi di sicurezza derivanti dall'uso di questi sistemi. Cfr. M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e cripto-attività* in *Riv. trim. dir. econ.*, Supp. 3/2022, 127 s.; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Riv. reg. merc.*, 2018, 226 ss.

Una prospettiva simile, inevitabilmente a carattere funzionale, viene ad allontanarsi sensibilmente da quella regolamentazione per soggetti seguita nel TUB.

5. Fonti normative di portata unificatrice del diritto bancario

La parte conclusiva del *panel* è riservata al tema delle fonti normative di portata unificatrice del diritto bancario. Più precisamente, all'interno di una prospettiva duplice: da un lato rivolta ai progressi riformatori già raggiunti, dall'altro diretta verso gli sforzi, non ancora esauriti, che, *de iure condendo*, si stanno compiendo, a livello sia nazionale sia europeo, per l'adozione di un *packaging* normativo uniformante e unificante, non solo nel settore bancario specificamente inteso, ma più ampiamente nel finanziario. Come si può cogliere dal titolo degli interventi dei colleghi Marco Sepe e Antonella Sciarrone Alibrandi, il tema dell'adozione di una legislazione – formata così da clausole e criteri generali come dalla disciplina di dettaglio – si è posto con urgenza all'attenzione dei legislatori.

In parte per le continue innovazioni e sfide che esso, insieme agli altri settori regolati, deve affrontare: le crisi cicliche dipendenti come da deficienze strutturali interne al sistema finanziario – riconducibili in capo agli operatori e ai regolatori – così da fattori esogeni – come nel caso della pandemia o dei recenti conflitti internazionali –; l'accresciuta attenzione verso i fattori della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*; l'impatto dirompente nell'attività finanziaria delle nuove tecnologie. In parte anche perché le branche del diritto finanziario, inteso in senso ampio, sono destinate alla costante e progressiva interrelazione nonostante le differenze di sistema che comunque persistono.

Al contempo, però, le peculiarità del diritto delle banche hanno richiesto un intervento mirato, di settore appunto, concretizzatosi con l'adozione di misure *ad hoc* che si sono intensificate soprattutto nell'ultimo decennio da parte dell'Unione europea. E che, alla luce di un modello di integrazione verticale normativa del settore, non si esclude possa rafforzare le regole già previste in tema di requisiti prudenziali e vigilanza settoriale multilivello, nonché “espandersi” verso altre aree come quelle delle regole di condotta e dei loro eventuali rimedi.

Muovendo da tali premesse occorre allora guardare gli interventi conclusivi del primo ciclo di relazioni del Convegno.

5.1. Segue. *Verso un testo unico delle attività finanziarie?*

Il primo, “*Integrazione orizzontale: verso un testo unico delle attività finanziarie*”, trae origine dall’analisi fenomenologica e normativa dei mercati regolati. La commistione settoriale si riflette sull’attività d’impresa svolta da banche, sim, sgr, imprese assicurative, ecc. Una tale commistione settoriale si ripercuote in conseguenza lungo il lato del contratto, nella sua accezione di “prodotto” dell’attività di impresa.

Basti pensare al crescente fenomeno distributivo delle cc.dd. *Payment protection insurance*, come pure al collocamento di polizze miste indicizzate a componente finanziaria. In questa direzione è, quindi, necessario interrogarsi sull’opportunità di armonizzare i tre tradizionali comparti del mercato finanziario¹⁷. Non tanto orientando gli sforzi nell’elaborazione di un modello-tipo di intermediario unico, ma, diversamente, nell’individuazione di un *corpus* normativo intersettoriale, un blocco comune di regole generali tramite un’opera di selezione, unificazione e armonizzazione di quelle già esistenti e disseminate nei tre testi normativi fondamentali del mercato finanziario (TUB, TUF e cod. ass.)¹⁸.

La tendenza verso un’impostazione normativa di questo tipo non può obliare le spinte che, in questo senso, provengono dal legislatore europeo¹⁹.

¹⁷ Esigenza, questa, non certo nuova: cfr., già a livello manualistico, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il diritto del sistema finanziario*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, 2013, 828; DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 64s. Per riferimenti comparatistici, v. almeno, V. COLAERT, *Building Blocks of Investors Protection: All-embracing Regulation Tightens Its Grips*, in *Eur. Comm. Market L. Rev.* 2017, 233.

¹⁸ In questi termini, P. CORRIAS, *Le aree di interferenza delle attività bancaria e assicurativa tra tutela dell’utente e esigenze di armonizzazione del mercato finanziario*, in *Giust. civ.*, 2015, III, 636.

¹⁹ Il quale aveva già espresso in passato un simile approccio orizzontale, attraverso l’adozione del Regolamento UE n. 1286 del 26 novembre 2014 (c.d. Regolamento PRIIPS) relativo ai cc.dd. prodotti di investimento preassemblati rivolti alla clientela al dettaglio – quali polizze *linked*, fondi comuni di investimento, prodotti strutturati e

Ma un programma riformatore, rivolto alla creazione di un vero e proprio testo unico (europeo) delle attività finanziarie, sembra scorgersi all'orizzonte grazie al pacchetto di implementazione della *Retail Investment Strategy* approntato dalla Commissione europea il 24 maggio 2023, accolto nel più ampio progetto del *Capital Market Union Action Plan* promosso dalla Commissione stessa a partire dal settembre 2020. Esso consta nella proposta di adozione, da un lato, del c.d. *Omnibus Directive Proposal*, volto all'integrazione delle Direttive MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), IDD (Direttiva 2016/97/UE), UCITSD (Direttiva 2009/65/CE), AIFMD (Direttiva 2011/61/UE) e Solvency II (Direttiva 2009/138/CE) e, dall'altro, di un atto regolamentare che modifichi il Regolamento PRIIPs (Reg. (UE) 2014/1286) con specifica attenzione al regime del *Key information document*.

La protezione degli “utenti” (*users*) dei servizi finanziari è assurda a punto cardinale di tale processo riformatore che richiede l'accoglimento di una base legislativa comune ispirata a una c.d. *cross-sectorial harmonisation* di tipo normativo: in sostanza clausole generali e regole di dettaglio di natura privatistica – con specifico riferimento alle norme di condotta e alla loro giustiziabilità – devono essere raggruppate in un corpo di regole, innanzitutto, di livello unionale. Che, secondo chi sta lavorando direttamente a questo programma, si dovrebbe tradurre in una “Carta europea”²⁰. Ma che, al contempo, richiede uno sforzo da parte dei legislatori degli Stati membri, ai quali si chiede di approntare un set di norme armonizzate²¹.

della previdenza complementare –, introducendo così una base coerente e comune per regolamentare le informazioni obbligatorie e le pratiche di vendita a livello europeo.

²⁰ F. ANNUNZIATA, *How to boost retail investors' participation in financial markets*, in *Study requested by the ECON Committee, European Parliament*, giugno 2023, in più punti, ad es. 8, 28, 43.

²¹ Sulla fondamentale importanza della disciplina del diritto privato nella regolazione del diritto dei mercati finanziari – che comporta regole certe ed effettive – si sono espressi alcuni delle più importanti voci a livello europeo, tra cui O. CHEREDNYCHENKO, *Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and the Private Law*, in *European Business Organization Law Review*, XXII, 2021, in part. 167 e 168, laddove l'A. specifica che “The proposed holistic approach to public regulation and private law in the financial sector points to need to construct an integrated theoretical framework in which to analyse the existing legal regimes and develop the new ones in terms of policy goals and interpersonal justice, substantive

Anche alla luce del dibattito sorto in sede europea, dunque, l'adozione di un testo unico delle attività finanziarie non sembra una prospettiva soltanto teorica. Al contrario, un complesso organico e sistemico di regole che disciplinino l'organizzazione e la condotta degli intermediari, nella visuale protettiva dei destinatari finali dei servizi, sembra potersi finalmente concretizzare.

5.2 Segue. *Verso un codice bancario europeo?*

L'intervento della Professoressa Sciarrone, intitolato “Integrazione verticale: verso un codice bancario europeo”, si colloca su una traiettoria diversa, in punto di premesse teoriche nonché di contenuto rispetto al precedente. In questo caso il modello integrativo proviene dal baricentro europeo rivolgendosi, in seguito, verso le legislazioni degli Stati membri.

La piattaforma normativa basata su questo approccio si concentra primariamente sia lungo il plesso dell'organizzazione dell'impresa bancaria (requisiti patrimoniali e organizzativi della banca) sia su quello delle crisi e della vigilanza sui soggetti abilitati.

Nel diritto bancario la “determinante comunitaria” ha segnato profondamente la disciplina interna sin dal recepimento della prima Direttiva di coordinamento in materia bancaria (Direttiva 77/780/Cee)²². Il punto di svolta più rilevante si registra, tuttavia, a partire dall'adozione del Rapporto de Larosière del 2009, colonna fondativa dell'Unione Bancaria Europea. Che, per un suo funzionamento efficiente, ispirato alla realizzazione di una rete di protezione sistemica (*safety net*), richiedeva – e tutt'ora necessita – di tradurre in prescrizioni normative i suoi tre pilastri costitutivi

standards, and enforcement tools» e che « In particular, a complementary relationship between EU financial regulation and national private law, including both substantive and procedural rules, would prompt civil courts to reduce the interpersonal justice deficit at the EU level in cases where they are not— at least not explicitly required to do so by EU law”; M. LEHMANN, *Union des marchés de capitaux et droit privé*, in *Banque et Droit*, 2023, 40 ss.

²² Cfr. S. AMOROSINO in *La regolazione pubblica delle banche*, Milano, 2016. 65 ss.

(supervisione centralizzata, sistema unico della gestione delle crisi, schema comune di garanzia dei depositi).

Questo “lungo movimento legislativo”²³ si è progressivamente indirizzato verso ciò che alcuni autori chiamano “codice bancario europeo”²⁴ e che, più propriamente, si è concretizzato nel c.d. *Single Rulebook*. In sostanza, un *corpus* normativo formato innanzitutto dal c.d. pacchetto Crd IV/Crr – composto dalla Direttiva 2013/36/UE sull’accesso all’attività degli enti creditizi, dal Regolamento (UE) 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento – a cui vanno aggiunti i Regolamenti (UE) 1024/2013 istitutivo del Meccanismo Unico di Vigilanza e 806/2014, relativo al Meccanismo di risoluzione unico, nonché la Direttiva 2014/59/UE (c.d. Brrd). In seguito, per vero, integrati da un *new banking package* (Regolamenti (UE) 2019/876 – c.d. Crr II – e 2019/877 – c.d. Srmr II – e dalle Direttive 2019/879 – c.d. Crd V – e 2019/879 – c.d. Brr II) oltre che da un set normativo sui requisiti prudenziali (Reg. UE 2019/2033), sulla vigilanza prudenziale (Reg. UE 2019/2034) e sull’architettura micro e macroprudenziale delle Autorità di vigilanza (Regg. UE 2019/2175 e 2019/2176).

Si tratta di una produzione di regole densa, che pone sul tappeto diversi interrogativi di soluzione non agevole e che si ricollegano ai temi della mattinata: coordinamento tra la disciplina di dettaglio di natura eurocentrica e TUB, nuovo assetto della vigilanza multilivello, policentrismo normativo. Senza dimenticare il potenziale contrasto teorico che potrebbe schiudersi tra il modello “per silos” che sembra

²³ Così definito da S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria in Europa*, in *Dal testo unico bancario all’Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d’Italia*, Roma, 2014. Per una lettura approfondita delle fasi che hanno condotto all’adozione di un corpus normativo delle disposizioni in materia di impresa bancaria si veda A. BROZZETTI, *Il diritto europeo della banca e della finanza tra passato e futuribile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, III, 7 ss.

²⁴ Il disegno riformatore verso un “codice dell’attività bancaria e finanziaria europea” è per vero riconducibile alle parole di T. PADOA-SCHIOPPA, *How to deal with emerging pan-European financial institutions?*, The Hague, 3 November 2004, al link <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2004/html/sp041103.en.html>.

affermarsi nel bancario²⁵ e quello – tratteggiato da Marco Sepe– che invece contempla un'impostazione normativa e regolatoria trans-settoriale.

²⁵ Descritto in questi termini da V. COLAERT, D. BUSCH, T. INCALZA, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, Oxford, 2019.

The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*

SOMMARIO: 1. Sostenibilità, *marketing* e *reporting*: l'informazione come valore - 2. La disinformazione in materia di sostenibilità, e la parzialità di un'indagine basata sul (solo) *Greenwashing* - 3. Il *Greenhushing*: definizione e diffusione nel mercato finanziario - 4. Fondamenti operativi delle strategie di *greenwashing* nel mercato finanziario - 5. I rischi derivanti dalla diffusione del *greenhushing* - 6. (segue) L'espansione della *climate change litigation*, e il suo impatto sulla promozione delle attività sostenibili ad opera delle imprese - 7. L'impatto delle strategie di *greenhushing* sullo sviluppo del quadro normativo in materia di finanza sostenibile e sulla tutela dell'investitore - 8. Riflessioni su possibili strategie di *policy* alla luce della normativa vigente - 9. Considerazioni conclusive.

1. *Sostenibilità, marketing e reporting: l'informazione come valore*

La letteratura di settore e l'evidenza pratica ben dimostrano come l'attenzione riservata da operatori di settore ed istituzioni comunitarie alle problematiche connesse alla sostenibilità nei mercati regolati abbia inciso orizzontalmente sull'assetto operativo di questi ultimi; la necessità, per le imprese, di integrare la sostenibilità nei propri modelli di *business* e nei processi produttivi è emersa ad esito di un duplice processo di "persuasione" esercitato, da un lato, da investitori che hanno manifestato un interesse sempre maggiore verso aziende e prodotti ecosostenibili e, dall'altro, dall'emersione di un eterogeneo *corpus* normativo in materia.

Contestualmente allo svilupparsi di tale processo di transizione, è emersa quale corollario (di natura squisitamente normativa) l'opportunità di introdurre regole che consentissero agli operatori di mercato di comunicare efficacemente al pubblico le iniziative intraprese in materia di sostenibilità, in buona parte quale risposta alle

* Il presente scritto sviluppa e rielabora una primigenia riflessione presente, con il titolo "Greenhushing di prodotti finanziari e informazione al mercato", in F. RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità non finanziaria e mercati vigilati: regolatori, operatori e consumatori nella "galassia" ESG*, Torino, 2024. Esso costituisce, inoltre, parte di una più ampia riflessione condotta nel contesto del Progetto *Jean Monnet "Sustainability and Regulation in the European Union"* (ID:101127397), co-finanziato dal programma Erasmus+ della Commissione Europea.

strategie di *green marketing*¹.

Ciò – è bene sottolinearlo – non allo scopo di ridurre o disincentivare i riferimenti alla sostenibilità nell’ambito delle strategie di *marketing*: se, infatti, in prima approssimazione la stessa nozione di *green marketing* – o, in una prospettiva più ampia, di *sustainable marketing* – pare costituire una contraddizione in termini (posto che il *marketing* è, da sempre, associato allo stimolo dei processi di produzione e consumo, laddove la sostenibilità persegue obiettivi diametralmente opposti, volti a mitigare le dinamiche di *overconsumption*²), una lettura dicotomica in senso escludente della relazione tra *marketing* e sostenibilità rischierebbe di sottovalutare il ruolo significativo che il primo riveste quale strumento informativo all’interno dei mercati, nonché la capacità delle strategie di comunicazione commerciale di favorire un proficuo bilanciamento tra interesse sociale ed imprenditoriale³, coerentemente con i principi della *Corporate Social Responsibility*.

Il *marketing* assume, in tal senso, un ruolo essenziale per la promozione della sostenibilità nel mercato: mediante comunicazioni volte a sensibilizzare gli investitori sulle tematiche ESG, esso ne favorisce il processo di alfabetizzazione; al contempo, illustrando i vantaggi offerte dai prodotti ecosostenibili, un’efficace comunicazione al mercato promuove la *competition on the merits* tra gli operatori. Una dimensione *market-oriented* della sostenibilità, da ultimo, consente di delegare (pur parzialmente) il perseguimento dei *Sustainable Development Goals* al settore privato, smarcandosi dalla lettura

¹ Sul tema, *inter alia* e non limitatamente al dibattito intercorso nel mercato bancario e finanziario, G. MARCATAJO, *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e green washing*, in *JUS*, 2022, 184-229; A. DE FRANCESCHI, *Editorial: The Sustainability of Consumer and Market Law: Green Claims, Greenwashing and the Right to Repair*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2023, 12, 2, 45-48; F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, 1. Più risalente, ma puntuale, la riflessione di F. RALDO, M. MELIS, *Green Marketing. Come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, Milano, 2012.

² Imprescindibile, in tale contesto, un riferimento a J. SALZMAN, *Sustainable Consumption and the Law*, in *Environmental Law*, 1997, 27, 1243 ss. Più recentemente B. MÄIHÄNIEMI, *Manipulation into unsustainable consumer choices as exploitative abuse of dominance*, in *Market and Competition Law Review*, 2024, 8, 1.

³ J. GRANT, *Introduction: Sustainability, New Marketing and The Beautiful Coincidence*, in ID. (a cura di), *The Green Marketing Manifesto*, John Wiley & Sons Ltd, 2012, 1-16.

marcatamente istituzionalista – che a lungo ha caratterizzato l’approccio alla gestione delle esternalità socio-ambientali – e promuovendo un approccio valoriale al mercato⁴.

Pur con le dovute riserve connesse alla riconduzione del tema della sostenibilità all’interno di un’economia neoclassica quale quella propria del mercato finanziario, non vi è dubbio che un efficace processo di *commodification* dei prodotti ESG negoziati conferisca agli attori del mercato – nella prospettiva del regolatore pubblico – il ruolo di entità sub-politica⁵, funzionale alla promozione di comportamenti virtuosi presso gli investitori ed in grado di generare (pur all’interno di una strategia genuinamente imprenditoriale) benefici per il benessere pubblico, la società, e l’ambiente.

Il *sustainability marketing* integra, dunque, obiettivi di sviluppo sostenibile nella strategia aziendale e nei processi di circolazione dei prodotti. La funzione sociale si integra con la finalità commerciale, trasformando le caratteristiche dell’azienda in materia di sostenibilità in un vantaggio competitivo distintivo: del pari l’investitore, sensibilizzato dalla promozione degli elementi di sostenibilità caratterizzanti i prodotti offerti, non solo acquisisce maggiore consapevolezza delle problematiche ESG, ma trova anche motivazioni concrete per sostenere la propria scelta di investire in progetti imprenditoriali ecosostenibili.

Tutto questo vale in via generale per i mercati di consumo; tuttavia, tali effetti si amplificano all’interno dei mercati finanziari, nei quali i

⁴ G. OPPO, *Diritto dell’impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, I, 15 ss.; A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale e l’impresa bancaria*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, 175 ss.; G. CONTE, *La disciplina dell’attività d’impresa tra diritto, etica ed economia*, in AA.VV., *La responsabilità sociale dell’impresa*, Bari, 2009, 3 ss.; C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell’impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 171. V. BEVIVINO, *La responsabilità sociale delle imprese. Strumenti attuativi e rimedi*, Napoli, 2018; F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023.

⁵ Cfr. *ex multis* F. FIMMANÒ *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell’impresa?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, 5, 777 ss.; A. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *An. Giur. Economia*, 2022, 1, 63-114. Più risalente, ma altresì significativo in tema, G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d’impresa*, Milano, 2015. Cfr. altresì F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004.

processi di circolazione dell'informazione rivestono tradizionalmente un ruolo essenziale e duplice, essendo la piena e trasparente informazione funzionale all'adeguata allocazione delle risorse economiche – riducendo le asimmetrie e neutralizzando gli squilibri (contrattuali o informativi) tipici del mercato finanziario⁶ – e al genuino esplicarsi dei meccanismi di *price discovery*. Non solo: se in generale la trasparenza e la disponibilità dell'informazione possono identificarsi come caratteristica proprie, *tout court*, di un mercato efficiente, l'elevata complessità e peculiarità dei prodotti oggetto di negoziazione nel settore finanziario rendono queste caratteristiche particolarmente rilevanti. Ciò, non foss'altro, perché il contratto a mezzo del quale si negozia un prodotto finanziario prevede il trasferimento immediato ed attuale di una somma di danaro da parte del risparmiatore avverso la titolarità, in suo favore, di una mera aspettativa, la cui realizzazione e “consolidamento” nel corrispondente diritto sono in parte rimessi al comportamento del soggetto che tale aspettativa dovrebbe soddisfare, in parte ad indici ed andamenti dei mercati di ardua prevedibilità⁷. È, dunque, evidente come sia proprio il concetto di “aspettativa d'investimento” – unitamente alla volontà a ridurre le distonie potenzialmente caratterizzanti la relazione *principal-agent* con il proprio intermediario di riferimento⁸ – a porre l'accento sulla necessità di basare le proprie scelte sulle informazioni che il mercato è in grado di trasmettere.

Naturalmente l'attenzione all'informazione non si giustifica esclusivamente alla luce dell'interesse a creare condizioni di efficienza allocativa nel mercato finanziario, ma anche in considerazione del

⁶ In tema A. ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in G. MOLLO (a cura di), *Quaderno Giuridico Consob - Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, ottobre 2015, 257 ss.; A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 561; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003. Con riferimento alle implicazioni di tali forme di squilibrio dal punto di vista del ruolo del giudice P. CORRIAS, *Squilibri contrattuali e poteri del giudice*, in *An. Giur. Economia*, 2018, 2, 459-476.

⁷ Così R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, 720; v. altresì P. RESCIGNO, “Trasparenza” bancaria e diritto “comune” dei contratti, in *Banca borsa e tit. cred.*, pt. 1, 3, 1990, 297 ss.

⁸ D. ROSSANO, *La sostenibilità nella consulenza finanziaria* in Convegno “Sostenibilità. Finanza, Mercati, Ambiente”, Bari, 16-17 maggio 2024.

peculiare rilievo attribuito alla tutela del risparmio che in tale settore viene investito; interesse che, correttamente osservato⁹, assume duplice rilevanza sia come interesse privato dell'investitore – affinché, tramite l'operazione finanziaria, egli possa disporre nella maniera più idonea del proprio risparmio – sia nella prospettiva dell'interesse, di natura pubblicistica, del sistema economico complessivamente considerato, al buon funzionamento del mercato. Buon funzionamento che, pacificamente, oggi ricomprende nel proprio spettro la capacità del mercato di preservarsi in prospettiva dinamica ed intergenerazionale¹⁰. Naturalmente, la comunicazione – e la sua proiezione esterna riferibile al *marketing* – costituisce solo una parte del panorama informativo sul quale il funzionamento del mercato finanziario si fonda: medesime considerazioni possono operarsi, infatti, con riferimento a quegli obblighi di *reporting* che – sovente di più ardua comprensione per l'investitore, ed in particolare per i soggetti *retail* – risultano funzionali all'ottimale esercizio dei poteri di vigilanza, volti a coniugare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti con processi di sana e prudente gestione delle risorse¹¹.

2. La disinformazione in materia di sostenibilità, e la parzialità di un'indagine basata sul (solo) Greenwashing

Le considerazioni fin qui operate si pongono, pacificamente, alla base della ricca disciplina del dovere di informazione sugli strumenti finanziari prevista a carico degli operatori del mercato – la quale, quando riferita al rapporto di consulenza, individua il proprio referente primario nella figura dell'intermediario¹² – nonché delle disposizioni in

⁹ P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2011, Torino, 242.

¹⁰ G. LUCHENA, *Ambiente, diritti delle generazioni future ed etica della responsabilità*, in F. GABRIELE, A.M. NICO (a cura di), *La tutela multilivello dell'ambiente*, Bari, 2005, 203.

¹¹ Cfr. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 63 ss.

¹² A. DI BIASE, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento*, Bologna, 2023; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 24; V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di) *I contratti dei risparmiatori*,

materia di trasparenza operanti nell'ambito dei fenomeni di *disclosure* che caratterizzano la *due diligence* degli operatori bancari e finanziari¹³, peraltro recentemente arricchitasi proprio con riferimento al tema della sostenibilità¹⁴.

In tali contesti, l'interazione tra disciplina dell'informazione nel mercato finanziario e comunicazioni circa la sostenibilità ambientale, sociale, e di *governance* (*Environmental, Social, and Governance Sustainability* - ESG) di prodotti e operatori, complice l'emersione di un numero sempre maggiore di *claims* in materia di sostenibilità, nonché alla luce della crescente attenzione nei confronti degli investimenti riconducibili al rispetto di fattori ESG, è stata analizzata primariamente con riferimento alla necessità di mitigare e contrastare i fenomeni di *greenwashing*.

Il termine, come noto, indica la condotta di un operatore che fornisca informazioni non corrette – ovvero non pienamente verificabili – in merito all'effettivo impatto ambientale o sociale della propria attività, al fine di ingenerare un'erronea rappresentazione nelle menti delle controparti e di promuovere la collocazione di prodotti asseritamente (ma non realmente) sostenibili presso il mercato¹⁵.

Milano, 2013, 259 ss.; I. SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, 3, I, 282 ss.

¹³ A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss.

¹⁴ Si fa riferimento, naturalmente, all'entrata in vigore della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD o CS3D), Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859. sulla quale v. *ex multis* A. PACCES, *Civil liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: a law & economics analysis*, in *European Corporate Governance Institute-Law Working Paper*, 2023, n. 691; M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Rivista delle società*, 2022, 714-725; R. NATOLI, *La responsabilità civile d'impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, marzo 2022, 1.

¹⁵ La prima formulazione compiuta della nozione si deve, come noto, a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88. In anni recenti, il fenomeno è stato oggetto di attenzione da ampia parte della dottrina. Cfr., T. RUMI, *La tutela del consumatore dalle asserzioni ambientali ingannevoli*, in *Jus civile*, 2022, 1408 ss.; D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2021, 70;

Il contrasto al *greenwashing* costituisce ormai un aspetto al centro della riflessione dottrinale ed istituzionale nel mercato finanziario: il tema è stato espressamente identificato quale priorità nell'ambito dell'azione delle autorità di supervisione e vigilanza¹⁶ e rappresenta il – più o meno esplicito – perno di buona parte degli interventi normativi operati nell'ultimo quinquennio sulla disciplina dei mercati finanziari¹⁷. La lotta al *greenwashing* è emersa, poi, al centro di una serie di spinte repressive – manifestatesi primariamente attraverso la *climate change litigation* – ad opera di attori della società civile¹⁸.

A fronte della grande attenzione rivolta al *greenwashing* risulta, di contro, allo stato marginale l'indagine circa i caratteri di un diverso fenomeno che con esso intrattiene un rapporto di stringente connessione (financo, si potrebbe dire, di co-dipendenza) e che risulta parimenti condizionato dalla proliferazione normativa osservatasi in materia di sostenibilità: si fa riferimento alla pratica del *greenhushing* (o *green-*

F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2019, 2, 458 e ss; G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 222-276; G. STRAMPELLI, U. MALVAGNA, *Dichiarazione non finanziaria: il ruolo del collegio sindacale*, in www.dirittobancario.it, 2023; A. SCIARRONE ALIBRANDI, C. FRIGENI, G. SCHNEIDER, *Conduct Risk as a Possible Approach for Enhancing ESG-related Risks' Awareness and Management*, in K. ALEXANDER, M. GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024. Si consenta altresì un rinvio a A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, 2022, III, 1, 515 e dottrina *ivi* richiamata.

¹⁶ Cfr. EIOPA, *Final Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, EIOPA-BoS-24-159, 4 giugno 2024, in www.eiopa.europa.eu.

¹⁷ J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in www.lse.ac.uk, giugno 2024.

¹⁸ B. BALLAN, J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 2024, 81, 545 ss.; già in precedenza J. SEZER, L.C. VANHALA, *Climate Change Litigation: A review of research on courts and litigants in climate governance*, in *Wiley Interdisciplinary reviews: climate change*, 2019; J. PEEL, H.M. OSOFSKY, *Climate Change Litigation*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 16, 2020, 22-23.

hushing e, in alcuni contributi, *greenbleaching*¹⁹), termine che indica l’atteggiamento di quegli operatori finanziari che – per una pluralità di motivazioni oggetto di indagine nel prosieguo del lavoro – decidono di *non comunicare* le proprie caratteristiche di sostenibilità (ovvero la natura sostenibile dei prodotti da essi negoziati) al mercato.

Il *greenhushing* – pur muovendo da ragioni e perseguendo finalità differenti da quelle alla base dei fenomeni di *greenwashing* – si rivela parimenti idoneo ad incidere negativamente sul corretto sviluppo delle dinamiche del mercato finanziario, ostacolando i processi di ottimale allocazione dei prodotti.

A differenza del *greenwashing*, tuttavia, le condotte basate sul *greenhushing* sono di più complessa identificazione da parte dell’operatore pubblico e, soprattutto, ben più difficili da scongiurare attraverso azioni repressive basate sullo strumento regolatorio e sull’attività di vigilanza. Tutto questo, principalmente, alla luce del carattere “omissivo” del fenomeno.

Stante la ridotta attenzione finora dedicata al *greenhushing* e alle sue implicazioni per il mercato finanziario – ciò anche in considerazione delle difficoltà connesse a “mappare” l’entità e la diffusione del fenomeno²⁰ – le pagine che seguono saranno dedicate ad offrire, una panoramica in merito alla fenomenologia di tale strategia e ad identificarne le ragioni di emersione, per poi porre l’attenzione sugli effetti che questo è suscettibile di avere in termini di stabilità e sviluppo del settore. Da ultimo, si cercherà di comprendere se e come l’attuale disciplina in materia di informazione di sostenibilità sia in grado di contrastare il fenomeno – considerandosi altresì la possibilità di ricondurre il *greenhushing* all’interno dello spettro applicativo della disciplina in materia di *greenwashing*²¹ – e, conseguentemente, di riflettere circa future strategie di *policy* da prendere in considerazione.

¹⁹ V. *Greenwashing: l’SMSG chiede chiarimenti alle ESAs sulla definizione*, in dirittobancario.it, 20 gennaio 2023.

²⁰ V. *infra* par. 3, nonché il *Report IOSCO, Supervisory Practices to Address Greenwashing*, Dicembre 2023, in <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf>.

²¹ Impostazione, ad esempio, suggerita dall’ *Autorité des Marchés Financiers* in occasione delle sue *2022 Priorities for action*, consultabili in <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/annual-reports-and-institutional-publications/2022-priorities-autorite-des-marches-financiers>.

3. *Il Greenhushing: definizione e diffusione nel mercato finanziario*

Come premesso, il concetto di *greenhushing* sorge in antitesi a quello di *greenwashing* e si riferisce alla “deliberata omissione, nei confronti di clienti e *stakeholder*, di informazioni relative alle pratiche di sostenibilità adottate dall'azienda”²². In altri termini, il fenomeno del *greenhushing* identifica la strategia adottata da quelle imprese che, nella definizione delle proprie strategie comunicative in materia di *Corporate Social Responsibility* (CSR) decidano di astenersi dal dichiarare di investire in attività sostenibili con lo scopo di evitare i problemi derivanti dai relativi obblighi di informazione.

Risulta di immediata evidenza come, rispetto al *greenwashing*, un simile comportamento si presenti foriero di criticità specifiche per la tutela dell'investitore, tipicamente riconducibili alle condotte omissive. Dal punto di vista dell'investitore, infatti, la differenza tra il mancato svolgimento di attività di CSR e una strategia di *greenhushing* è, nella pratica, impercettibile. Costui si trova, nei fatti, di fronte a due scenari che si presentano analoghi *ab externo*: da un lato, si pone la “posizione apatica” delle aziende che non sono, effettivamente, impegnate in pratiche di sostenibilità; dall'altro, di contro, emerge la “posizione reticente” di quelle imprese che, pur impegnandosi attivamente in iniziative sostenibili, optano per non darne comunicazione al pubblico²³.

²² Una prima formalizzazione della definizione è rinvenibile in X. FONT, I. ELGAMMAL, I. LAMOND, *Greenhushing: the deliberate under communicating of sustainability practices by tourism businesses*, in *Journal of Sustainable Tourism*, 2016, 70, pur essendo il termine parte della letteratura economica sin dal 2008: cfr. C. MARTENS, *Greenhushing... Schhhhh*, consultabile su www.kommunikationsforum.dk. Il fenomeno era stato, peraltro, identificato anche con la locuzione “*reverse greenwashing*”: v. E. LANE, *Green Marketing Goes Negative: The Advent of Reverse Greenwashing*, in *European Journal of Risk and Regulation*, 2012, 3. Nella riflessione domestica, il tema è – pur incidentalmente – richiamato in A. GENOVESE, *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, giugno 2024; e in R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1, 6 ss.

²³ La distinzione si deve alla formulazione fornita in A. ETTINGER, S. GRABNER-KRÄUTER, S. OKAZAKI, R. TERLUTTER, *The Desirability of CSR Communication versus Greenhushing in the Hospitality Industry: The Customers' Perspective*, in *Journal of Travel Research*, 2021, 60, 3, 618–638. Sulle problematicità che ciò comporta già in termini di inquadramento della liceità del fenomeno, v. SFDR, senza

Tale ambiguità percettiva sottolinea la complessità insita nella trattazione del fenomeno, nonché le sue potenziali implicazioni sul piano della comunicazione e sul comportamento degli operatori del mercato. Tutto questo, specialmente in un contesto nel quale la crescente pressione esercitata dagli *stakeholder* e dalle istituzioni sembra, di contro, tendere verso la ricerca di imprese che mostrino (e comunichino) una spiccata consapevolezza ambientale e conducano le proprie attività secondo principi di responsabilità sociale, perseguendo il cd. successo sostenibile²⁴.

Sebbene, di primo acchito, potrebbe sembrare inverosimile che un operatore attivamente impegnato in strategie di *Corporate Social Responsibility* ometta di comunicarle al mercato, l'evidenza empirica mostra come tale comportamento sia riscontrabile con sempre maggiore frequenza da parte di imprese che, nell'ambito di un esercizio commerciale, raggiungano effettivamente i *target* di sostenibilità previsti in sede di pianificazione²⁵. Inoltre, nonostante le prime manifestazioni di strategie di *greenhushing* siano rinvenibili al di fuori del mercato finanziario, in anni recenti è stato possibile osservarne la crescente emersione altresì in tale contesto: analisi condotte sui registri e sui *report* documentali resi da parte dei grandi operatori del mercato finanziario hanno evidenziato una graduale riduzione di riferimenti a concetti quali l'*ESG Investing* o il *Climate Investing*, in favore di formule più generiche dal punto di vista della riferibilità alla sostenibilità – quali, ad esempio, la nozione (peraltro sovente utilizzata impropriamente) di “rischio di transizione”²⁶. Del pari, si osserva una crescita nel numero di soggetti – *in primis*, organismi d'investimento

chiarezza sugli investimenti sostenibili la categoria 9 diverrà vuota e la 8 inutile, in www.esgnews.it, 17 marzo 2023.

²⁴ Cfr. IBM, *Meet the 2020 consumers driving change Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, in <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>, 2020. Cfr. altresì D. STANZIONE, *Il “successo sostenibile” dell'impresa socialmente responsabile*, Universitas Studiorum, 2021; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, 1, 19 ss.

²⁵ *The New Phenomenon of Eco-Silence: Greenhushing*, in www.redinvention.sm, 2024, 3

²⁶ K. MCGACHEY, *Greenhushing on the rise as backlash against ESG grows: 'It's like an unhealthy marriage'*, in <https://www.fn london.com/articles/greenhushing-esg-fund-marketing-names-20240325>, 25 marzo 2024.

collettivo e fondi – che preferiscono evitare di utilizzare, nell’ambito della propria denominazione, acronimi quali “fondo ESG”, “fondo ad impatto” *et similia*²⁷, arrivando persino a rinunciare ad un acronimo utilizzato in precedenza²⁸.

Tutto ciò considerato non dovrebbe sorprendere che il *greenhushing* sia divenuto in tempi recenti oggetto di attenzione da parte di diversi gruppi di *stakeholder*, tanto da vedersi identificato come “problematico al pari del *greenwashing* per un corretto sviluppo del mercato finanziario”²⁹.

Se, tuttavia, a livello di prassi di mercato la tendenza a ridurre i riferimenti ai propri *sustainability commitment* da parte degli operatori sembra difficilmente confutabile – anche alla luce della linea operativa pubblicamente espressa dai vertici di rilevanti società di investimento³⁰ – più complesso (e financo controintuitivo alla luce della stabile centralità della sostenibilità nelle preferenze d’investimento *retail* e *sophisticated*³¹) si rivela comprendere i motivi alla base di tale scelta.

4. *Fondamenti operativi delle strategie di greenwashing nel mercato finanziario*

Come premesso, la scelta di non trasmettere informazioni circa le iniziative intraprese in materia di sostenibilità alla platea dei propri potenziali investitori appare *ictu oculi* difficilmente comprensibile.

²⁷ Sulla disciplina dei fondi ESG, si vedano *inter alia* D. ABATE, F. BONARDI, *Fondi di investimento: rischi di sostenibilità e disclosure nelle indicazioni di vigilanza ESMA*, in *Diritto Bancario, Attualità*, giugno 2022. In merito alla riduzione del numero di fondi “brandizzati” ESG, cfr. lo studio condotto da *Morning Star Direct*, richiamato in H. BIODI, N. PUCCI, *ESG Funds Bleed Less Money in Q2 2024*, in www.morningstar.com, 8 agosto 2024.

²⁸ Cfr., per l’anno 2023, N. PRATT, *Greenhushing impacting private markets’ ESG activity*, in www.funds-europe.com, 22 marzo 2024.

²⁹ J. BARRET, *Companies ‘greenhushing’ to avoid scrutiny of climate goals, Asic says*, in www.theguardian.com, 5 giugno 2023; cfr. Altresì EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Clarifying greenwashing to prevent greenhushing*, in www.ebf.eu, 26 aprile 2023.

³⁰ J. PITCHER, A. RAMKUMAR, *Step Aside, ESG. BlackRock Is Doing ‘Transition Investing’ Now*, in www.wallstreetjournal.com, 3 marzo 2024.

³¹ Cfr. D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, in *Quaderni di Finanza Sostenibile Consob*, novembre 2022.

Questo, anche considerando come sia pacifico che l'emergere dei fenomeni di *greenhushing* non possa derivare da una scarsa risposta di mercato rispetto ai prodotti finanziari sostenibili: gli studi sulle preferenze di investimento appaiono, allo stato, solidi nell'indicare un interesse marcato per i prodotti *ESG-oriented* da parte degli investitori *retail*³².

Tuttavia, un'analisi più approfondita delle dinamiche del mercato finanziario consente di individuare una pluralità di ragioni a sostegno di tale scelta, le quali possono ricondursi – di solito congiuntamente – al contesto competitivo ed istituzionale di riferimento: il *greenhushing* rappresenterebbe, in un certo senso, una risposta strutturale alla crescente attenzione da parte degli attori istituzionali e degli *stakeholders' group* nei confronti del *greenwashing*.

La proliferazione di casi di *greenwashing* nel mercato finanziario avrebbe, infatti, generato un clima di diffidenza generalizzata nei confronti dei *claim* di sostenibilità: si presume, in altri termini, che le imprese tendano, quale proprio *modus operandi*, a sovra-enfatizzare le loro pratiche sostenibili nelle comunicazioni al mercato e agli investitori (si noti incidentalmente come tale processo appare, in larga parte dovuto proprio alla marcata - e ragionevole – attenzione riservata dalle autorità di vigilanza al fenomeno³³).

La descritta situazione determinerebbe una sorta di paradosso comunicativo per il quale le imprese che scelgono di dichiarare apertamente i propri risultati in termini di sostenibilità sono anzitutto consapevoli di esporsi, nel fare ciò, ad un esame minuzioso da parte dei diversi *stakeholder*, tra i quali rientrano le autorità di vigilanza ma, al contempo, anche operatori quali le associazioni dei consumatori, le organizzazioni non governative e financo i mezzi di informazione riferibili alla stampa specialistica e generalista³⁴. La comunicazione

³² CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE, *The green consumer and a path to sustainability*, febbraio 2022.

³³ V. ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA36-287652198-2699, 4 giugno 2024, in www.esma.europa.eu.

³⁴ Indicativo, in questo senso, è il *report* elaborato dall'*European Banking Authority* EBA, *Greenwashing Monitoring And Supervision*, EBA/REP/2024/09, in www.eba.europa.eu, 2024, il quale evidenzia che "As a whole (all companies, sectors and regions), the total number of alleged cases of misleading communication on ESG

delle proprie caratteristiche di sostenibilità implica per l'impresa una condizione di sovra-esposizione la quale, a sua volta, comporta il rischio, in caso di mancata *compliance* con la disciplina di settore, di essere etichettati come *greenwasher*, con conseguenze pregiudizievoli in termini di riscontro sia economico, sia reputazionale.

Sebbene a ciò potrebbe obiettarsi, prosaicamente, che un'impresa che si limiti a comunicare le proprie attività senza mentire o alterare strategicamente le informazioni fornite non dovrebbe avere nulla da temere, una tale considerazione non terrebbe in adeguata considerazione la difficoltà (più volte osservata in dottrina e dagli operatori del mercato³⁵) di identificare nell'attuale quadro normativo in materia di informativa di sostenibilità al mercato – riconducibile principalmente al Regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, al Regolamento Tassonomia e alle relative discipline di dettaglio³⁶ nonché alla già menzionata CS3D – dei parametri oggettivi attraverso i quali organizzare le comunicazioni circa la natura ESG e l'impatto in termini di sostenibilità dei prodotti negoziati³⁷.

related topics reported by stakeholders continued to rise in 2023 – by 21.2% (2119 alleged cases in 2023 vs 1749 in 2022)". Cfr., in merito, altresì A. GAMPHER TAKACS, *Stakeholders to Supplement Agency Greenwashing Efforts*, www.bloomberglaw.com, 6 novembre 2023.

³⁵ I. MACNEIL, *ESG as a case-study in legal uncertainty*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2024, 39, 6, 406-409; P. SEELE, L., GATTI, *Greenwashing revisited: in search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies*, in *Business Strategy and the Environment*, 2015, 26, 2, 239-252.

³⁶ Rispettivamente, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, PE/87/2019/REV/1, GU L 317 del 9 dicembre 2019; e Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, PE/20/2020/INIT GU L 198 del 22 giugno 2020. Per una panoramica in merito alla disciplina delineata dai due Regolamenti, sia sufficiente su tutti un rinvio a S. GRÜNEWALD, G. FERRARINI, D. BUSCH (a cura di), *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, ed. 2024.

³⁷ *Inter alia* cfr. A. MALEVA-OTTO, J. WRIGHT, *New ESG Disclosure Obligations*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2020; T. ECKETT, *SFDR 'opens door' to greenwashing*, in www.ETFstream.com, 2021; M. OCH, *The EU Taxonomy Regulation and the prevention of greenwashing*, in K. ALEXANDER, M.

L'ampio (e spesso disarmonico) novero di interventi di *hard* e *soft law* in materia di sostenibilità caratterizzanti l'ultimo quinquennio, funzionale a promuovere un rapido processo di transizione del mercato finanziario verso i *Sustainable Development Goals*, ha infatti comportato il determinarsi di una condizione di mercato pluralismo di fonti operanti a diversi livelli; queste, tuttavia, non appaiono (ancora) coerenti nella loro struttura, ovvero dettagliate in modo da poter esercitare una funzione conformativa e prescrittiva³⁸.

Tra i temi emersi in dottrina, in tal senso, sia sufficiente rinviare alla pluralità di contributi che hanno messo in luce la presenza di definizioni non chiare e, talvolta, contraddittorie, nella normativa di settore (tanto da dover richiedere processi di revisione stretto giro rispetto alla loro approvazione)³⁹, ovvero l'assenza di un patrimonio di dati sufficientemente ampio e consolidato da permettere di identificare con certezza le soglie necessarie a qualificare una determinata attività come sostenibile⁴⁰.

Tutto questo tenendo in considerazione, in aggiunta, come la solidità dei *claim* di sostenibilità sconti evidenti difficoltà in termini di "futuribilità" degli stessi⁴¹.

Esito congiunto della presenza di un ampio riferimento alle tematiche ESG e alla sostenibilità quale criterio guida dell'attività imprenditoriale, di un ridotto livello di chiarezza delle norme che a tali principi fanno riferimento e, da ultimo, di un mercato rischio reputazionale connesso alla loro violazione, sarebbe una sorta di

GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024.

³⁸ M.C. REALE, *Comunicare l'impegno per l'ambiente: le nuove regole europee contro il greenwashing*, in *Sociologia del diritto*, 2024, 51, 1, 101 ss. Sulle criticità del rapporto tra *soft law* e *governance* del mercato bancario e finanziario si veda, già in precedenza, M. RABITTI, *Soft Law e Governance: i fallimenti del mercato e l'esperienza dell'arbitro bancario finanziario*, in M. NUZZO (a cura di), *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, vol. I, Torino, 2014, 623 – 645.

³⁹ Si fa riferimento, *in primis*, alla proposta di revisione della SFDR. Cfr. E. ROCCA, *Classificazione prodotti su categorie di sostenibilità*, in *IlSole24Ore – Norme&Tributi*, 26 giugno 2024, 175.

⁴⁰ P. PEARS, T. BAINES, O. WILLIAMS, *Greenwashing: Navigating the Risk*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 giugno 2023.

⁴¹ S. PENG, S. TAN, S. ZHOU, *Regulating Greenwashing*, in <https://ssrn.com/abstract=4733765>, 9 agosto 2024, 4.

chilling effect sugli operatori.

Di fronte all'incertezza circa la possibilità di qualificare chiaramente un proprio prodotto come *sustainable*, anche operatori virtuosi preferiscono non esporsi: essi forniscono dichiarazioni *minimal* al mercato (e, al più, si limitano a quanto strettamente richiesto dalle disposizioni imponenti vincoli di *reporting* o dalle normative basate sul *comply or explain*⁴²); ciò al fine di scongiurare il rischio di possibili valutazioni difformi ad opera delle autorità di supervisione o in sede di *litigation*, le quali avrebbero un significativo impatto sulle prospettive di profitto dell'impresa nel medio e lungo periodo⁴³. In tal modo, gli operatori prevengono i rischi reputazionali derivanti da comunicazioni circa attività asseritamente sostenibili e rivelatesi poi, ad avviso dell'autorità pubblica, infondate o non sufficientemente chiarite.

Un altro elemento – in parte connesso a quanto appena evidenziato – alla base della scelta di ricorrere a strategie di *greenhushing* si riscontrerebbe negli elevati costi che le imprese intenzionate a comunicare al mercato le proprie iniziative in materia di sostenibilità dovrebbero sostenere al fine di rendere i propri *claims* “oggettivamente verificabili e riconoscibili” per il mercato; ciò (proprio per tutelarsi avverso possibili rischi di *litigation*), ad esempio, affidandosi a *third parties certificate providers* in grado di asseverare i loro *ESG score*⁴⁴ o di svolgere – e certificare – il loro *sustainability reporting*⁴⁵. In questo senso, il costo relativo alla *compliance* necessaria per rendere l'informazione resa al mercato “oggettivamente verificabile” attraverso dei *certification-scheme* sarebbe talmente elevato da rendere

⁴² V. HO, *Comply or explain and the future of nonfinancial reporting*, in *Lewis & Clark L. Rev.*, 2017, 21, 317 ss. Evidenziano i limiti del *comply-or-explain approach* altresì G. BERGER-WALLISER, P. SHRIVASTAVA, *Beyond compliance: Sustainable development, business, and proactive law*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2014, 46, 417 ss.

⁴³ ESMA, *The financial impact of greenwashing controversies*, ESMA50-524821-3072, 19 dicembre 2023, in www.esma.europa.eu.

⁴⁴ Il costo di *compliance* rappresenta, in questo senso, un tema particolarmente critico, il quale è stato sollevato in generale in merito alle nuove normative sui *green claim*: cfr. O. BALCH, *BrandWatch: Consumers win with EU's Green Claims Directive, but marketers fear 'greenhush' fallout*, in <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policyregulation/>, 2024.

⁴⁵ F. PFLÜCKE, *The limits of consumer law in pursuing sustainability*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*. Edward Elgar Publishing, 2024, 302-319.

economicamente inefficiente un investimento in tal senso da parte dell'operatore.

Appare agevole osservare, alla luce di quanto evidenziato, come le ragioni alla base del *greenhushing* possano risultare differenti a seconda che si considerino gli incentivi per operatori di maggiori o minori dimensioni: per quanto riguarda i primi, il rischio di possibili *litigation* a causa dell'elevato scrutinio pubblico sulle loro azioni – e il conseguente impatto reputazione di un'eventuale giudizio in termini di *greenwashing* sul loro operato – sembra rappresentare il fattore principale per mitigare la propria comunicazione; tra gli operatori minori, invece, il costo di *compliance* con i vincoli in materia di comunicazione e *sustainable reporting* costituisce un elemento da tenere in primaria considerazione⁴⁶.

5. I rischi derivanti dalla diffusione del *greenhushing*

Nonostante la crescente consapevolezza circa la rilevanza del tema, una compiuta analisi delle implicazioni normative del *greenhushing* rappresenta allo stato un'ingombrante assenza all'interno del dibattito in materia di trasparenza e sostenibilità nel mercato finanziario. Questa lacuna può, intuitivamente, giustificarsi in considerazione delle oggettive difficoltà connesse alla mappatura di un fenomeno che, per sua natura, si caratterizza per un'azione “in negativo” – derivando da un comportamento omissivo da parte degli operatori.

Non a caso, gli studi finora condotti sul *greenhushing* si sono basati essenzialmente su indici indiretti, analizzando la condotta di quei soggetti che hanno espunto i riferimenti alla sostenibilità dalla denominazione dei propri prodotti, cercando di desumerne le motivazioni attraverso strategie di indagine qualitativa⁴⁷. Alla luce di ciò, ben può spiegarsi anche la maggiore attenzione dedicata dalle autorità di vigilanza a comportamenti “attivi” e più agevolmente rilevabili, quali il *greenwashing*.

Nondimeno, una riflessione sui rischi specifici connessi al *greenhushing* consente di mettere in luce le criticità del fenomeno,

⁴⁶ A. BOUNDS, *Companies count the cost of compliance with green regulation*, in www.financialtimes.com, 16 maggio 2024.

⁴⁷ K. MCGACHEY, *Greenhushing on the rise*, cit. 5.

nonché il suo potenziale (e significativo) impatto in termini di corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Se, infatti, si potrebbe in prima approssimazione pensare che il danno al mercato derivante dalla diffusione del *greenhushing* sia più labile rispetto a quello causato dal *greenwashing*, posto che il primo non si traduce in un pregiudizio diretto alla sostenibilità del mercato (la sostenibilità del prodotto ovvero dell'attività è, infatti, presente ed intatta, pur non venendo tale caratteristica comunicata agli investitori), ciò non implica che l'impatto sistemico di una diffusione di tale strategia sia meno rilevante, o che essa non comporti conseguenze in termini di consapevolezza nelle scelte di investimento.

Innanzitutto, le strategie di *greenhushing* impediscono ad un potenziale investitore di identificare e valorizzare adeguatamente all'interno dei propri processi di scelta i prodotti che presentano caratteristiche di sostenibilità, manifestando le proprie preferenze: l'assenza di una chiara indicazione circa la natura ESG di un prodotto determina, infatti, quale sua necessaria conseguenza il fatto che l'investitore si concentrerà, nella propria scelta d'investimento, su altre caratteristiche dei prodotti a sua disposizione, o ne prediligerà altri. Ciò potrebbe portare, in ipotesi, l'investitore a preferire prodotti *brown* caratterizzati da un migliore (o anche dal medesimo) rapporto rischio/rendimento – posto che, *prima facie*, entrambi apparirebbero non *ESG-oriented*.

Del pari, non può escludersi che un investitore interessato a promuovere processi sostenibili nell'ambito della propria attività di investimento si trovi – alla luce della mancata informazione fornitagli – a preferire un diverso prodotto, pure *dark* o *light green*, che abbia un apporto in termini di rendimento/sostenibilità peggiore di quello *greenhushed*.

In questo senso è evidente che il *greenhushing*, come qualsiasi strategia che riduca l'informazione al mercato, ha un impatto in termini di efficienza allocativa dei prodotti all'interno dello stesso, incidendo sulla piena e consapevole scelta dell'investitore.

A ciò si ricollega un ulteriore aspetto problematico, concernente il potenziale danno arrecato dal *greenhushing* al mercato nel suo complesso in termini di *competition on the merits* e di processo di transizione.

Il *greenhushing* infatti risulta – al pari del *greenwashing* – idoneo ad

alterare il panorama competitivo nell’offerta di prodotti finanziari, sia con riferimento alla posizione che l’impresa *greenhusher* assume rispetto ad altri operatori che comunicano apertamente le proprie caratteristiche di sostenibilità sia (persino) rispetto a quelle imprese che si trovino a praticare strategie di *greenwashing*, senza tuttavia essere scoperte e sanzionate⁴⁸.

Si noti, ancora una volta, come nonostante tale esito possa apparire “antieconomico” (implicando la mancata comunicazione un sostanziale vantaggio competitivo per i concorrenti del *greenhusher*), una simile strategia potrebbe nondimeno risultare conveniente per un operatore; ciò alla luce, ad esempio, del rapporto esistente tra la perdita attesa in termini di collocamento del prodotto ed i costi connessi all’asseveramento delle proprie attività in materia *ESG* ad opera di un soggetto terzo, ovvero in relazione alla necessità di prevenire le possibili (e difficilmente prevedibili) spese relative ad una potenziale *climate litigation*.

Risulta evidente, tuttavia, come analizzare tale strategia di mercato, apparentemente inefficiente, esclusivamente nell’ottica di un problema di natura concorrenziale non costituisca una soluzione soddisfacente: nelle ipotesi richiamate (ma, più in generale, ogniqualvolta si assista ad una strategia di *greenhushing*) non ci si trova di fronte ad una mera inefficienza organizzativa, bensì ad un vero e proprio *concealing* strategico. Limitarsi a questa prospettiva ometterebbe dunque di considerare che una dinamica genuinamente concorrenziale all’interno di un mercato – e, dunque, la *competition on the merits* – non rappresenta solo una condizione di profittabilità per gli operatori all’interno dello stesso, ma altresì un requisito strutturale per il benessere generale della collettività e – in particolare nel caso del mercato finanziario – per lo sviluppo economico e sociale.

Un diverso – ma parimenti significativo – rischio connesso al *greenhushing* è rappresentato poi dagli effetti di tale strategia in termini di progressiva marginalizzazione degli attori della società civile (e, più in generale, degli attori diversi dalle autorità di supervisione) impegnati nella valutazione delle politiche imprenditoriali di sostenibilità: il *greenhushing*, rendendo l’informazione di sostenibilità indisponibile al

⁴⁸ S. ALIKHAN, *Greenhushing: How will it impact sustainability efforts in financial services?*, in www.finextra.com, 13 maggio 2024.

mercato, riduce la capacità di monitoraggio da parte di esponenti della società civile e delle organizzazioni non governative, che attualmente rappresentano i soggetti più attivi nel controllo delle pratiche di sostenibilità e i quali rivestono notoriamente un ruolo centrale nello sviluppo dei processi di *co-governance* tipici della *stakeholders' theory*⁴⁹. In assenza di una percezione chiara circa le attività sostenibili portate avanti dalle imprese, diventa infatti più complesso per questi gruppi intraprendere azioni di contrasto e sensibilizzazione. Ne deriva che, in presenza strategie di *greenhushing*, il controllo sulle attività di un'impresa ovvero in merito alle caratteristiche dei prodotti negoziati nei mercati regolati verrà demandato esclusivamente alle autorità di vigilanza, con conseguente riduzione della capacità del sistema di promuovere il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità.

6. (segue) *L'espansione della climate change litigation, e il suo impatto sulla promozione delle attività sostenibili ad opera delle imprese*

Il fenomeno del *greenhushing* non può essere pienamente compreso senza considerare la centralità assunta, in un contesto più ampio, dalla *litigation* in materia di sostenibilità: in anni recenti, casi di “dichiarazioni fuorvianti” circa i prodotti ESG ad opera di attori operanti nel mercato finanziario⁵⁰ hanno contribuito a creare un clima di generale cautela tra gli investitori maggiormente attenti alla sostenibilità dei prodotti negoziati nei confronti delle proprie controparti; tale diffidenza, inoltre, si è tradotta in un maggiore attivismo giudiziale, nonché nello sviluppo di veicoli di gestione collettiva del contenzioso climatico, quali i modelli di *litigation*

⁴⁹ P. CÂMARA, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, in P. CÂMARA, F. MORAIS (a cura di), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Palgrave Macmillan, 2022, 3-40,

⁵⁰ Cfr. B. WEBSTER, *ExxonMobil accused of 'greenwashing' over carbon capture plan it failed to invest in*, in www.theguardian.com, 31 marzo 2024; altresì M. ADAMS, *High Court decision on \$125 million fine for Volkswagen is a warning to all greenwashers*, in www.theconversation.com, 12 novembre 2021; con riferimento al settore finanziario, US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Deutsche Bank Subsidiary DWS to Pay \$25 Million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements Regarding ESG Investments – Press Release*, 2023-194, in <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-194>, 25 settembre 2023.

*funding*⁵¹. Per comprendere l'entità e il tasso di crescita della *climate change litigation* sia sufficiente evidenziare come, dei circa 2.600 casi di controversie in materia climatica riscontrati a livello globale dai primi anni 2000 (di cui circa il 1800 a partire dal 2015 – anno in cui è stato adottato l'Accordo di Parigi) il 9% sia stato presentato nel solo anno 2023; inoltre, più del 70% di questi casi vedono la partecipazione in qualità di soggetti promotori di ONG, rappresentanti della società civile, ovvero combinazioni di questi ed altri attori⁵².

Questi dati evidenziano una netta tendenza in aumento del contenzioso legato alle dichiarazioni in materia di sostenibilità, della quale certamente le imprese debbono tener conto nel momento in cui decidano o meno di rilasciare dichiarazioni promozionali⁵³, nonché l'acquisizione di un ruolo che potremmo definire di “quasi-vigilanza” da parte degli esponenti della società civile.

È importante sottolineare, inoltre, che la *ESG litigation* in questo ambito può assumere diverse forme: analizzando i casi dell'ultimo quinquennio si spazia, ad esempio, dalle azioni intraprese da investitori che lamentano perdite finanziarie dovute a rappresentazioni fuorvianti sulle caratteristiche ESG dei prodotti⁵⁴ (e, dunque, collocandosi nel perimetro della valutazione circa l'adeguato esercizio delle funzioni di direzione da parte dei vertici) a quelle intentate da organizzazioni ambientaliste che contestano la veridicità delle affermazioni aziendali in materia di sostenibilità evidenziandone l'impatto su diversi gruppi di *stakeholders*, in opposizione ed indipendentemente dal conseguimento di un profitto da parte degli investitori. Come premesso, una parte

⁵¹ Cfr. N. RUNYON, *How litigation funding drives progress in the ESG agenda*, in www.thomsonreuters.com, 29 giugno 2023; cfr. altresì J. SETZER, C. HIGHAM, A. JACKSON, J. SOLANA, *Climate Change Litigation and Central Banks*, in *European Central Bank Legal Working Paper Series*, 2021, 21.

⁵² J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in www.lse.ac.uk, giugno 2024.

⁵³ Cfr. L. KOTZÉ, B. MAYER, H. VAN ASSELT, J. SETZER, F. BIERMANN, N. CELIS, et al., *Courts, climate litigation and the evolution of earth system law*, in *Global Policy*, 2024, 15, 5–22.

⁵⁴ V. la sentenza della Corte federale di giustizia tedesca del 27 giugno 2024 - cd. *Katjes*, BGH I ZR 98/23. In merito cfr. B. GSELL, S. MEYER, *How to Combat 'Greenwashing' – Comment on the decision of the German Federal Court of Justice of June 27, 2024 – BGH I ZR 98/23 on misleading advertisement of climate neutrality*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2025, 1, 27 ss.

considerevole di questo contenzioso coinvolge istituzioni bancarie e finanziarie, riflettendo da un lato il ruolo centrale che queste svolgono nella transizione verso un'economia sostenibile e, al contempo, la grande attenzione nei confronti di questi soggetti da parte della comunità⁵⁵.

In questo contesto non sorprende dunque che il *greenhushing* possa emergere come risposta difensiva da parte delle imprese, disposte a limitare la propria comunicazione in materia di sostenibilità per ridurre l'esposizione a potenziali contenziosi. La suddetta strategia, pur comprensibile dal punto di vista della gestione del rischio legale, rischia tuttavia di compromettere il raggiungimento degli obiettivi di trasparenza e di promozione degli investimenti sostenibili.

In questo senso, le strategie di *greenhushing* – sottraendo allo scrutinio pubblico la valutazione delle politiche di sostenibilità di un'impresa – si prestano poi ad avere un effetto di complessiva riduzione dello *stakeholders engagement*, rafforzando la tendenza – da parte degli organi deputati alla *governance* – a privilegiare lo *shareholderism* nell'attività societaria; in tal modo, il *greenhushing* ostacola quella rilettura in ottica neo-istituzionalista della gestione imprenditoriale e dell'obiettivo sociale dell'impresa la quale rappresenta, come sovente evidenziato in dottrina⁵⁶, un aspetto strutturalmente connesso al raggiungimento di modelli di *governance sostenibile*.

È fondamentale considerare, da ultimo, che l'utilizzo di *claim* ESG – e, più in generale, la comunicazione in materia di sostenibilità, altresì

⁵⁵ J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation*, cit., 19-20.

⁵⁶ V. P. MONTALENTI, *Impresa e sostenibilità - Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2024, 5, 1195 ss.; cfr. altresì R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di) *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021, 69 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, I, 1 ss. Critico in merito E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, 2022, 1.

in sede di *due diligence* – non rappresenta solo una strategia di *marketing*, costituendo un “segnale” anche per le autorità di vigilanza: la scelta di qualificare un prodotto come *green* o sostenibile opera quale presupposto per l’attivazione di una serie di vincoli normativi che, in un contesto di crescente attenzione normativa e istituzionale, favoriscono controlli più approfonditi e frequenti.

Ciò ha un duplice effetto: da un lato, permette di identificare e verificare con maggiore l’efficacia la qualità della *performance* dell’operatore in termini di sostenibilità⁵⁷; dall’altro, consente all’operatore pubblico di acquisire informazioni circa le *best practice* e gli *standard* di sostenibilità rinvenibili in un determinato settore, o con riferimento a determinati prodotti. Tale funzione è, invero, essenziale in un settore in via di definizione come quello della finanza sostenibile, in quanto consente di acquisire dati funzionali ad un ottimale sviluppo della normativa e delle conseguenti prassi di vigilanza⁵⁸.

7. L’impatto delle strategie di greenhushing sullo sviluppo del quadro normativo in materia di finanza sostenibile e sulla tutela dell’investitore

Come sottolineato, rispetto al già attenzionato caso del *greenwashing* il danno cagionato dal *greenhushing* si presenta più sottile e meno immediatamente percepibile; questo, tuttavia, non rende tale strategia meno significativa nella prospettiva della creazione di un quadro normativo in materia di finanza sostenibile utile a garantire un elevato livello di tutela degli investitori.

In aggiunta a quanto finora evidenziato, si noti come il *greenhushing* giochi un ruolo determinante sul delicato confine esistente tra disciplina positiva (*de lege lata*, e *ferenda*) e *industry best practices*, nonché sul processo di “mutuo arricchimento” tra le due – alterandone significativamente i termini di bilanciamento; un’interazione che, notoriamente, è identificata come essenziale nei settori di frontiera

⁵⁷ V. ESMA, *Final Report on Greenwashing*, cit., e documenti ivi citati.

⁵⁸ Cfr. D. ZETZSCHE, M. UNTERSTELL, R. BUCKLEY, D. ARNER, *Datafication of Sustainable Finance*, in *UNSW Law Research Paper*, 2024, 24-19. V. inoltre, *infra*, par. 7.

come quello della finanza sostenibile⁵⁹.

Se gli operatori di mercato optano per strategie di *concealment*, il legislatore si troverà privato di informazioni cruciali per tarare adeguatamente i propri *benchmark* normativi (quali, ad esempio, i *Regulatory Technical Standard* e i *Technical Screening Criteria* essenziali per l'applicazione del Regolamento Tassonomia e della *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) per le comunicazioni da rendere al mercato ovvero, *de relato*, per determinare il contenuto degli obblighi informativi in materia di sostenibilità incombenti sugli intermediari – i quali, come noto, risultano altresì essenziali al fine di valutarne l'adeguata diligenza professionale⁶⁰. Il rischio concreto, in un contesto nel quale il legislatore è strutturalmente relegato ad una posizione di *information-taker* come quello della finanza sostenibile⁶¹, è quello di innescare una “corsa al ribasso” nella definizione degli *standard* di sostenibilità, frutto di una comunicazione viziata dal silenzio degli operatori virtuosi, con conseguenze pregiudizievoli per

⁵⁹ V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation: Sustainable Finance as a New EU Policy Objective*, in *Common Market Law Review*, 2022, 6, 59, 1669-1710;

G. FERRARINI, *Sustainable Governance and Corporate Due Diligence: The Shifting Balance Between Soft Law and Hard Law*, in P. Câmara, F. Morais, F. (a cura di) *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Palgrave Macmillan, 2022, 41-57; M. BODELLINI, *Tra principi generali e standards internazionali di soft law: la disciplina europea sulla finanza sostenibile e l'inizio di una nuova stagione per il 'Brussels effect'?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2023, 3, 338; F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 1, pp: 315-326; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss. In prospettiva più ampia, sul tema, si veda D. SICLARI, *Evoluzioni della funzione di vigilanza sui mercati finanziari: controllo da parte di organismi di diritto privato e potere sanzionatorio*, *ibidem*, 95 ss.; nonché, per una panoramica sul ruolo degli interventi di *soft law* nel diritto dei mercati finanziari, già M. PELLEGRINI, *Autoregolazione e controllo*, in ID. (a cura di), *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2012.

⁶⁰ Il tema è, naturalmente, oggetto di ampia indagine in dottrina. Per tutti, v. recentemente M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Padova, 2024, 647-692 e riferimenti *ivi* presenti.

⁶¹ Cfr. H. AHLSTRÖM, D. MONCIARDINI, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, in *J Bus Ethics*, 2022, 177, 193–212.

l'intero sistema.

Inoltre, sebbene non si possa parlare di un danno diretto nei confronti dell'investitore paragonabile a quello derivante da una proposta mendace tipica del *greenwashing*, è evidente come il *greenhushing* si presti comunque ad incidere significativamente sul processo di scelta di quest'ultimo: in presenza di un interesse verso prodotti sostenibili - sempre più diffuso tra gli investitori *retail* e istituzionali - la mancata conoscenza ovvero informazione circa l'esistenza di alternative *green* è, intuitivamente, idonea a compromettere la possibilità da parte di questi ultimi di effettuare scelte pienamente informate e coerenti con le proprie preferenze.

Nella medesima prospettiva, il *greenhushing* manifesta i propri effetti negativi anche sul piano dell'educazione finanziaria: la mancata o ridotta comunicazione delle caratteristiche ESG dei prodotti finanziari riduce la consapevolezza generale circa la rilevanza dello sviluppo sostenibile ed ostacola la capacità del mercato finanziario di creare effetti di rete positivi sia al proprio interno, sia sui mercati a valle sui quali si esercita la sua leva; si tratta di un aspetto particolarmente rilevante considerando il ruolo cruciale che l'alfabetizzazione finanziaria in materia di sostenibilità riveste nel processo di transizione ecologica⁶².

Il concorrere di questi aspetti rischia, in ultima analisi, di minare la capacità del mercato finanziario di evolvere verso un sistema improntato alla sostenibilità: se (parte de)i prodotti *green* presenti sul mercato non sono promossi come tali, è ragionevole ipotizzare che un minor numero di essi verrà collocato efficacemente presso gli investitori. Inoltre, se i *benchmark* di sostenibilità si attestano su indici più bassi a causa della mancanza di informazioni, nel lungo periodo si assisterà a una riduzione del numero di prodotti sostenibili immessi sul mercato o, comunque, ad un disallineamento tra le potenzialità dell'industria e quanto normativamente richiesto.

⁶² M. DE POLI, *L'educazione finanziaria nella prestazione dei servizi di investimento*, in P. MORO, M. POMINI (a cura di), *Etica ed educazione finanziaria*, Milano, 2023; A. LANZAVECCHIA, L. SERAFIN, *Educazione finanziaria e sostenibilità*, *ibidem*; C. MAZZOLI, *Aspetti comportamentali nelle decisioni economiche-finanziarie e nelle scelte per la finanza sostenibile*, Bologna, 2023; M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1253 ss.

Il *greenhushing* ostacola la costruzione di un sistema basato su informazioni chiare e la conseguente formazione di una diffusa consapevolezza sulla qualità dei prodotti finanziari sostenibili negoziati. Ciò compromette la trasparenza del mercato, fondamentale per il suo corretto funzionamento e per la tutela degli investitori, sia in prospettiva di preservazione dei processi di scelta individuale, sia con riferimento ai processi di definizione delle politiche istituzionali.

Esito di tutto ciò è la possibilità di prospettare un potenziale fallimento di mercato in termini di corrispondenza tra l'interesse delle imprese a ridurre la propria esposizione a contenziosi e costi operativi, e quello dei soggetti orientati verso scelte d'investimento sostenibile.

Per ipotesi, paradossalmente, una marcata diffusione delle strategie di *greenhushing* potrebbe portare a una situazione in cui, nonostante la crescente richiesta di prodotti finanziari sostenibili e la loro effettiva presenza sul mercato, la capacità di incontro tra domanda e offerta risulti artificiosamente limitata.

In prospettiva è importante osservare come – alla luce delle principali ragioni identificate alla base delle condotte di *greenhushing* – una simile tendenza sia suscettibile di esacerbarsi (piuttosto che ridursi) ulteriormente alla luce del progressivo arricchimento dei requisiti normativi in materia di sostenibilità nel settore bancario e finanziario (ma non solo⁶³) e dell'affastellarsi di interventi di periodica revisione dei *corpora vigenti*⁶⁴.

Nella proliferazione delle iniziative normative in materia di *sustainable finance* si intravede, dunque, un effetto deterrente (o – utilizzando un termine volto a contrapporlo al concetto di *nudge*

⁶³ A titolo esemplificativo, si consideri la proposta di Direttiva UE 2024/825 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024 che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione, GU L, 2024/825. Per un commento alla disciplina, v. J. LUZAK, *Proposal for Green Claims Directive*, in *Recent developments in European Consumer Law*, 14 aprile 2023; altresì D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 601 ss.

⁶⁴ Cfr. *Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* del 18 giugno 2024, JC 2024, 06; nonché EBA, *Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks*, 8 gennaio 2025, EBA/GL/2025/01.

tipicamente riconosciuto alle politiche di sostenibilità – di *sludge*⁶⁵) nei confronti della promozione delle iniziative di sostenibilità.

Il rischio è, in ultima analisi, che l'eccessiva complessità degli obblighi informativi, unitamente al timore di incorrere in sanzioni (economiche e reputazionali) per inadempimenti formali e ai costi connessi ad assicurare una *compliance* della disciplina vigente, scoraggino gli operatori dal comunicare le proprie iniziative di sostenibilità al mercato.

8. *Riflessioni su possibili strategie di policy alla luce della normativa vigente*

L'analisi condotta ha evidenziato come lo sviluppo di un sistema efficace nel contrastare il *greenhushing* rappresenti una sfida complessa per il corretto funzionamento del mercato finanziario, alla luce delle peculiarità e dei particolari rischi connessi al fenomeno.

Le strategie di occultamento delle informazioni relative alla sostenibilità nei confronti del mercato, pur apparentemente meno dannose rispetto a quelle basate su comunicazioni “attive” fuorvianti (*id est*, il *greenwashing*) rischiano di compromettere i processi di efficace allocazione dei prodotti finanziari e di ostacolare il processo di transizione del settore verso un'economia più sostenibile.

Giova, a questo punto, interrogarsi brevemente sulle strategie utilizzabili al fine di contrastare tale pratica.

A questo scopo (e considerando le peculiarità e le ragioni alla base della scelta di non comunicare le caratteristiche di sostenibilità dei propri prodotti) un'indagine condotta alla luce dell'analisi economica del diritto suggerisce anzitutto che un operatore sarà incentivato a comunicare le proprie iniziative di sostenibilità – ovvero a promuovere come sostenibili i prodotti e i servizi offerti – ogniqualvolta i benefici attesi da tale comportamento superino i rischi e i costi potenziali relativi a tale opzione strategica.

⁶⁵ Con riferimento al rapporto tra *nudge*, *sludge* e sostenibilità cfr. S. VERNILE, *L'ambiente come “opportunità”. Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del “secondo” e del “quarto settore” tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 2022, 3. In generale sul tema C. SUNSTEIN, *Sludge. What Stops Us from Getting Things Done and What to Do about It*, MIT Press. 2021.

È possibile, sulla base di questa intuitiva considerazione, formalizzare la strategia imprenditoriale come di seguito riportato.

Nel valutare se comunicare o meno le proprie iniziative di sostenibilità (e, eventualmente, con quale grado di dettaglio farlo) un operatore considererà, da un lato, il potenziale profitto derivante dall'attrazione di nuovi investitori interessati a prodotti sostenibili; dall'altro, egli dovrà tener conto di una serie di costi, fissi e variabili. I primi faranno principalmente riferimento alle spese necessarie per far asseverare le proprie dichiarazioni da soggetti imparziali, che possano certificarne la veridicità (ad esempio, le agenzie di *ESG rating*), e saranno tanto più elevanti quanto più saranno stringenti i vincoli derivanti dalla normativa di settore; i costi variabili, invece, deriveranno dal rischio di incorrere in sanzioni qualora le dichiarazioni rese al mercato siano considerate *greenwashing*, dalla probabilità che tali sanzioni siano effettivamente comminate (elemento direttamente connesso alla chiarezza delle disposizioni in materia di vincoli di informazione e *due diligence*) e dai danni reputazionali potenzialmente derivanti da controversie legate alle affermazioni sulla sostenibilità dei propri prodotti e servizi.

Da ciò deriva che un operatore comunicherà apertamente le proprie attività sostenibili (innescando, tra l'altro, una competizione virtuosa all'interno del mercato e promuovendo processi di scelta consapevole presso gli investitori) solo qualora ritenga che i benefici potenziali in termini di riscontro presso il mercato superino la somma dei suddetti costi e rischi.

Tutto questo porta, di conseguenza, ad interrogarsi sull'opportunità di un approccio *market-oriented* alla disciplina della comunicazione resa nei confronti degli investitori, il quale non si limiti ad identificare il contenuto degli obblighi di informazione nella prospettiva del soggetto ricevente, ma che possa incidere positivamente sul valore complessivo degli elementi in gioco per il professionista.

Al contempo, è fondamentale tenere in costante considerazione la distinzione tra le finalità perseguite dalle informazioni fornite per scopi primariamente riconducibili alla vigilanza (supervisione e *reporting*) e quella delle comunicazioni destinate al pubblico o alla clientela (scelta consapevole dell'investitore e *marketing*); posto che, come già

evidenziato in dottrina⁶⁶, queste categorie di informazioni rispondono a esigenze diverse, esse devono presentare un livello di dettaglio adeguato al proprio destinatario⁶⁷, coerentemente con le specificità del contesto comunicativo considerato.

In questo senso, – e guardando ad esempio alla struttura delineata dal già menzionato Regolamento sull’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari – si potrebbe ripensare l’attuale disciplina dell’informazione “multicanale” generalista così come attualmente delineata dagli articoli 7, 8, 10, 11 e 13 del Regolamento 2019/2088, riconsiderando il livello di dettaglio richiesto ad alcuni tipi di comunicazione che, per loro natura, dovrebbero avere un carattere di maggiore genericità (ad esempio le informazioni disponibili sui siti *web* dei partecipanti ai mercati finanziari⁶⁸); ciò in favore, di contro, di meccanismi che garantiscano la disponibilità di un più elevato grado di specificità “su richiesta”: ad esempio, si potrebbe ipotizzare l’accoglimento di soluzioni che attribuiscono all’investitore un vero proprio “diritto di accesso” circa le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti presenti nel proprio portafogli d’investimento. Tutto questo al fine di garantire agli operatori una più agevole gestione dei costi connessi alla comunicazione generalista circa le caratteristiche di sostenibilità dei propri prodotti (nonché, incidentalmente semplificando l’informativa nei confronti dell’investitore – e scongiurando fenomeni di *overload*⁶⁹).

⁶⁶ A. GENOVESE, *La comunicazione d’impresa*, cit., 5; cfr. altresì M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l’azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.* 2012, 3, 331 ss.

⁶⁷ Ampiamente in tema M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L’ordinamento finanziario italiano*, 2010, Padova, 808 ss.; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 587; L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015. Con riferimento alla comunicazione in materia di sostenibilità, v. ESMA, *Final Report Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, ESMA32-992851010-1600, in www.esma.europa.eu, 5 luglio 2024.

⁶⁸ V. art. 10 reg. 2019/2088.

⁶⁹ V. in tema, V.H. HO, *Disclosure Overload? Lessons for risk disclosure & ESG reporting reform from the regulation S-K- concept release*, 2020, in *Villanova Law Review*, 65-133; D. BEERBAUM, J. PUASCHUNDER, *A behavioral economics approach*

Sembra, poi, opportuno, che a tale processo di semplificazione si accompagni una precisa opzione normativa volta ad identificare l'illiceità delle strategie di *greenhushing*. Il legislatore comunitario, del resto, non è nuovo alle criticità connesse alla volontà, da parte dei professionisti, di tenere le proprie controparti ignare di aspetti significativi dei prodotti oggetto di negoziazione: si pensi all'articolo 7 della Direttiva 2005/29/CE dell'11 maggio 2005 relativa alle *pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori*) il quale, nel disciplinare il fenomeno delle pratiche ingannevoli di tipo omissivo, sancisce l'illiceità di tutte quelle ipotesi nelle quali il professionista ometta di fornire informazioni rilevanti di cui il consumatore medio avrebbe bisogno – considerando le specificità del contesto d'acquisto - per compiere una scelta consapevole, inducendo (o potendo potenzialmente indurre) quest'ultimo ad assumere una decisione che non avrebbe altrimenti preso⁷⁰.

In tal senso, due sono gli aspetti rilevanti da tenere in considerazione. Il primo è il fatto che la disposizione *de qua* non distingue tra informazioni “positive” o “negative” in merito al prodotto: non rileva, in altri termini, che l'informazione omessa abbia ad oggetto pregi ovvero difetti del prodotto che il soggetto decide di acquistare, ma esclusivamente la sua idoneità potenziale ad incidere sulla scelta d'acquisto. Tale caratteristica si presta a disciplinare le ipotesi di *greenhushing*, andando a superare le già menzionate incertezze circa l'opportunità di punire un comportamento che non comporti un danno immediato e diretto per il consumatore.

In secondo luogo, il riferimento al fatto che le informazioni rilevanti debbano essere identificate guardando “alle specificità del contesto di

to sustainability reporting, in www.ssrn.com, 2019. Si consenta altresì un riferimento a A. DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori*, in *Contratto e Impresa*, 2017, 2, in part. 652 ss.

⁷⁰ In materia di pratiche sleali omissive cfr. *ex multis* E. MINERVINI, L. ROSSI CARLEO (a cura di), *Le pratiche commerciali sleali. Direttiva comunitaria ed ordinamento italiano*, Milano, 2007; G. HOWELLS, H.-W. MICKLITZ, T. WILHELMSSON, *European Fair Trading Law. The Unfair Commercial Practices Directive*, Routledge, 2016; S. WEATHERILL, U. BERNITZ (a cura di), *The Regulation of Unfair Commercial Practices under EC Directive 2005/29*, Hart, 2007. Si noti, inoltre, come l'art. 7 comma 2 preveda il medesimo trattamento qualora le informazioni, pur fornite, siano presentate in modo oscuro, incomprensibile, ambiguo ovvero intempestivo.

acquisto” consentirebbe di tracciare un parallelo significativo tra il comportamento di un soggetto che attui una strategia di *greenhushing* e le indicazioni espresse dalle proprie controparti in fasi preliminari del processo di investimento – quali, ad esempio, le preferenze manifestate in occasione della compilazione del questionario MiFID⁷¹ - suscettibili di operare quali elementi di contesto utili per valutare il comportamento (ed eventualmente accertare la responsabilità) del professionista.

Il combinarsi di questi elementi rende, in ultima analisi, la disciplina in materia di omissioni ingannevoli (ovvero, in ipotesi, lo sviluppo di una normativa di analogo tenore per il settore finanziario, magari sfruttando l’intercorrente processo di revisione della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*) uno strumento particolarmente adatto ad applicarsi alle mancate comunicazioni in materia di sostenibilità: analogamente a quanto previsto nel settore del diritto dei consumi, infatti, si potrebbe considerare illecita la mancata comunicazione circa le caratteristiche di sostenibilità di un prodotto finanziario ogniqualvolta una specifica informazione omessa risulti idonea ad alterare il comportamento del consumatore (*rectius*, dell’investitore) medio⁷².

Dal punto di vista formale, una siffatta soluzione appare, anzitutto, prospettabile sulla base dell’apertura che l’articolo 13 comma 1 del Regolamento 2019/2088 opera ad altre disposizioni operanti in funzione integrativa⁷³, nonché alla luce della pacifica applicabilità della

⁷¹ Si veda, in merito, M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2023, 1, 63 ss.; S. DIGREGORIO, F. GABBRICCI, *Il consumatore sostenibile e il contrasto al greenwashing*, in M. RABITTI, F. BASSAN (a cura di), *Il consumatore: responsabile, attivo, partecipativo*, Roma TrE-Press, 2024, 43; M. RISPOLI FARINA, *La sostenibilità nei servizi di investimento*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2024, 3; D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento*, in www.dirittobancario.it

⁷² Cfr. F. PALAZZINI, “Greenwashing” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale, in *Rivista giuridica dell’ambiente*, 2021, 4; D. GUARNERI, *Pratiche commerciali sleali e dichiarazioni ambientali: la sottile linea verde tra pratiche ecologiche virtuose e greenwashing*, in E. RAFFAELLI (a cura di), *XV Conferenza. Antitrust fra diritto nazionale e diritto dell’Unione europea*, Bruylant, 2023, 401 ss.

⁷³ Per vero, potrebbe altresì ritenersi che il disposto di cui all’art. 13, facendo riferimento alla “disciplina di settore più stringente” – e richiamando alle Direttive 2009/65/CE, 2014/65/UE 2016/97/UE e al Regolamento n. 1286/2014 – dovrebbe

Direttiva sulle pratiche commerciali sleali al settore dei servizi finanziari, così come previsto dal *Considerando* 8 della medesima (si noti, incidentalmente, come la stessa ESMA abbia – non a caso – identificato recentemente la Direttiva 2005/29 tra i principali plessi normativi di riferimento ai fini del contrasto al *greenwashing*⁷⁴). Si tratta, da ultimo, di una scelta che potrebbe risultare particolarmente opportuna alla luce del rapido processo di sviluppo che sta investendo la disciplina delle pratiche sleali in materia di sostenibilità, recentemente arricchitasi anche in seguito all’approvazione della cd. Direttiva *Green Claims*⁷⁵.

In una prospettiva sostanziale, inoltre, introdurre la possibilità di valutare le condotte di *greenhushing* alla stregua di omissioni ingannevoli consentirebbe un vaglio specifico della rilevanza dell’informazione omessa in termini di incidenza sul comportamento economico dell’investitore: in questo modo, sarebbe dunque possibile operare una valutazione attenta alle esigenze dell’investitore caso concreto, riducendo il rischio relativo a fenomeni di sovra-deterrenza che potrebbero determinarsi qualora si ricorresse, di contro, a formulazioni “*boilerplate*” volti a punire genericamente qualsiasi omissione di informazioni in materia di sostenibilità, indipendentemente dall’impatto (effettivo o potenziale) di questa sul processo di investimento.

aprire esclusivamente all’applicazione di normative in materia di contratti del mercato finanziario. Tale interpretazione, tuttavia, pare infrangersi contro la pluralità di disposizioni presenti nel Codice del Consumo le quali, nei fatti, già disciplinano aspetti relativi ai contratti di investimento, inducendo ad accogliere un’interpretazione estensiva della nozione di “disciplina di settore” come riferibile a tutte quelle ipotesi nelle quali le norme di interesse siano applicabili all’interazione tra professionista e investitore. Con riferimento ad alcune ipotesi di integrazione – da parte del Codice del Consumo – di disposizioni del Testo Unico (quali quelle in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori) v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Bologna, 2023 (XII ed.); R. TORINO, *I contratti finanziari conclusi mediante l’internet*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, ed in particolare in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino 2004.

⁷⁴ ESMA, *Final Report on Greenwashing*, Allegato 2, “*Legal provisions relevant to the supervision of greenwashing*”.

⁷⁵ Direttiva 2024/825/UE *sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell’informazione*.

Questo approccio andrebbe inoltre ad integrare (ed arricchire) il principio del *comply or explain* già previsto dal Regolamento sull’informativa di sostenibilità⁷⁶, promuovendo una comunicazione proattiva degli effetti positivi in termini di sostenibilità dei prodotti finanziari: se, infatti, si analizza il sistema attualmente delineato dalla *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, emerge con evidenza come il principio del *comply or explain* sottenda una logica “direzionale” – vincolare l’operatore a fornire spiegazioni qualora il prodotto finanziario offerto non tenga in considerazione gli impatti negativi in materia ambientale – che, tuttavia, non riesce a disciplinare efficacemente le ipotesi in cui il soggetto offra un prodotto che, pur avendo un impatto positivo in termini di sostenibilità (e che dunque, secondo una lettura critica della normativa vigente, andrebbe a qualificarsi quantomeno come prodotto *light green ex art. 8 del Regolamento 2019/2088*), e sia dunque tale da non determinare l’attivazione dei vincoli di *explain*, venga comunque presentato come avente un impatto in termini di sostenibilità minore di quello che effettivamente ha.

Da ultimo, si consideri il fatto che prospettare un’applicazione estensiva della disciplina in materia di omissioni ingannevoli rispetto all’ipotesi di un autonomo intervento novativo permetterebbe di aggirare il problema – sicuramente di non scarso rilievo pratico – connesso ad un processo di revisione a stretto giro di una pluralità di *corpora* normativi in materia di finanza sostenibile: quest’ultima soluzione implicherebbe infatti (nel migliore dei casi) una duplice revisione della normativa in materia di *sustainable disclosure*, e di quella sulla *sustainable due diligence*. Di contro, la disciplina di cui alla Direttiva 2005/29 potrà applicarsi, indipendentemente dal contesto di esecuzione della comunicazione, ogniqualvolta il soggetto destinatario possa essere identificato come consumatore; in altri termini, come soggetto agente al di fuori di uno scopo professionale (ipotesi riferibile anche all’investitore *retail*⁷⁷).

⁷⁶ A. LAFARRE, E. VERHOEFF, *European Regulation of Sustainable Finance and Investor Sustainability Duties: Measuring is Knowing?*, in *Banking and Financial Law Review*, 2023, 39, 2, 255-280.

⁷⁷ Invero, il rapporto tra i contratti finanziari e la disciplina prevista nel Codice del Consumo – specialmente per quanto riguarda il regime degli obblighi informativi, stante l’esclusione disposta dall’art. 47 cod. cons. – non è facilmente decifrabile in via

A tutto voler concedere non può invero negarsi, in una prospettiva di lungo periodo, come la soluzione in questa sede prospettata non tolga valore alla più volte evidenziata necessità di sviluppare criteri chiari e oggettivi per la validazione dei *claim* di sostenibilità, consentendo agli operatori del mercato di comunicare con maggiore sicurezza le proprie iniziative, riducendo l'incertezza legata ai rischi reputazionali e legali connessi alla qualificazione dei propri prodotti come sostenibili e, al contempo, favorendo l'affermarsi di *best practices* imprenditoriale utili a contenere i costi per gli operatori⁷⁸.

Certamente, a fronte ai rischi connessi a *greenwashing* e *greenhushing*, sviluppare delle *policy* in grado di raggiungere un bilanciamento efficace tra le due tendenze non è semplice; si noti, tuttavia, come – indagando il “minore dei due mali” – potrebbe addirittura sostenere che il rischio di falsi positivi nella comunicazione al mercato (e, dunque, di *greenwashing*) sia in via di principio preferibile al rischio di falsi negativi (*id est*, di *greenhushing*) in quanto decisamente più monitorabile da parte di autorità di vigilanza e *stakeholder*⁷⁹.

Coerentemente, ed in controtendenza rispetto all'approccio finora tenuto dalle istituzioni dell'Unione, non può escludersi che l'optare per una normativa meno onerosa in termini di *compliance* per gli operatori, affidando all'attività di *enforcement* (da intendersi in senso ampio, e

generale, e costituisce tema di dibattito in dottrina. In merito, v. A. GENOVESE, *Pratiche commerciali scorrette e offerta di servizi di investimento*, in C. GIUSTOLISI (a cura di) *La direttiva Consumer Rights. Impianto sistematico della Direttiva di armonizzazione massima*, Roma, 2017. Con riferimento alla posizione assunta in merito dalla Commissione europea, cfr. le riflessioni operate in occasione della *procedura di infrazione* 2013/2169/Just del 18 ottobre 2013, ai sensi dell'art. 260 del TFUE, avente ad oggetto proprio la scorretta applicazione ed esecuzione della direttiva 2005/29/UE e, in particolare, della regola della *lex specialis* ivi contenuta per il coordinamento tra la disciplina a carattere generale e le normative specifiche di settore. V., in particolare, le riflessioni presenti in M. CAPPAL, *La repressione delle pratiche commerciali scorrette nei mercati regolati: cosa aspettarsi dalla Corte di giustizia?*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2017.

⁷⁸ Il tema è stato ampiamente sollevato con riferimento al ruolo dei *Regulatory Technical Standards* del Regolamento Tassonomia. In merito, v. N. GARCIA-TOREA, M. LUQUE-VÍLCHEZ, P. RODRÍGUEZ-GUTIÉRREZ, *The EU Taxonomy, sustainability reporting and financial institutions: understanding the elements driving regulatory uncertainty*, in *Accounting Forum*. Routledge, 2024.

⁷⁹ S. PENG, S. TAN, S. ZHOU, *Regulating Greenwashing*, *cit.*, 10.

dunque ricomprendendosi sia l'attore pubblico, sia quello privato) il compito di operare un vaglio critico delle informazioni fornite, possa rappresentare nel lungo periodo una strategia maggiormente efficace per disciplinare l'informativa di sostenibilità.

Ciò, anche con lo scopo di favorire una maggiore "dinamicità" nella circolazione dei dati disponibili in materia di prodotti sostenibili e nell'identificazione delle soglie di qualificazione dei prodotti ESG, nonché una migliore responsabilità del sistema agli sviluppi intercorsi nel mercato e in termini di competitività.

9. Considerazioni conclusive

Le riflessioni svolte evidenziano come il fenomeno del *greenhushing* rappresenti una problematica di rilievo – allo stato, non sufficientemente affrontata – per il corretto svilupparsi di un mercato finanziario sostenibile.

Se il silenzio normativo nei confronti di tali strategie potrebbe apparire *prima facie* meno problematico rispetto alla necessità di contrastare le più note pratiche di *greenwashing*, bisogna tuttavia considerare che le strategie basate sull'occultamento delle informazioni relative alla sostenibilità rischiano, non meno delle dichiarazioni mendaci, di compromettere l'efficienza allocativa dei prodotti finanziari, il corretto dispiegarsi dei processi competitivi, e la tutela dell'investitore nel compimento di scelte consapevoli⁸⁰.

Allo scopo di scongiurare questi rischi, emerge l'opportunità di accogliere un approccio al tema della *disclosure* di sostenibilità che, andando oltre la mera repressione dei *claim* non veritieri, possa considerare altresì le peculiarità del *greenhushing*. In tal senso, se nel lungo periodo lo sviluppo di criteri chiari e oggettivi per la validazione dei *claim* di sostenibilità rappresenta certamente un presupposto ineludibile per il contrasto sia del *greenwashing* che del *greenhushing*, nel breve periodo è di interesse l'opportunità di estendere il concetto di omissione ingannevole – accolto e consolidato presso la normativa consumeristica – anche alle ipotesi di omissione di informazioni rilevanti in materia di prodotti finanziari sostenibili, riconoscendo come il silenzio circa un elemento (financo positivo, quale la riconducibilità

⁸⁰ V. IOSCO, *Supervisory Practices to Address Greenwashing*, 14.

di un prodotto o di un'attività a criteri di sostenibilità) possa rivelarsi tanto rilevante quanto un'affermazione mendace ai fini della decisione d'investimento. Oltre a quanto già evidenziato in precedenza⁸¹, una simile lettura pare coerente anche con la consolidata interpretazione dei doveri d'informazione "attiva" dell'intermediario ai sensi del *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* e della giurisprudenza in materia⁸².

A prescindere dalla strategia che si voglia preferire, è indubbio che le diverse opzioni percorribili dovranno riuscire a bilanciare efficacemente l'esigenza di informare esaustivamente gli investitori in merito alle caratteristiche ESG dei prodotti negoziati ed i costi che l'attuale regime comporta per le imprese che vogliano comunicare al mercato le proprie iniziative in tema di sostenibilità. Solo raggiungendo un equilibrio tra le diverse variabili in gioco sarà infatti possibile creare un contesto in cui le imprese siano incentivate a promuovere i profili di sostenibilità relativi a prodotti e servizi offerti, contribuendo alla costruzione di un mercato finanziario capace di orientare i processi di investimento verso il perseguimento di istanze di sviluppo sostenibile.

⁸¹ V. *supra* par. 8.

⁸² *Ex multis* F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, 2004; A. DOLMETTA, *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *I contratti*, 2008, 1; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le sezioni unite*, in *Contratti*, 2008 F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011. Con riferimento alla giurisprudenza recente, v. Cass. civ., ord. n. 18293 del 27 giugno 2023; Cass. civ. n. 3914 del 16 febbraio 2018, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 1011, con nota di D. SANTARPIA, *Il danno da informazioni inesatte nella prestazione di servizi di investimento.*; Cass. civ. n. 7288 del 13 marzo 2023, in www.dirittobancario.it.