PUBBLICAZIONE SEMESTRALE
ISSN 2785-7298

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Luglio / Dicembre 2025

DB

dirittobancario.it/dialoghi

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da
Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale
Andrea Marangoni

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria
Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Dott. Luca Lentini, Dott. Federico Riganti

Mercato dei capitali finanza strutturata
Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo, Dott. Francesco Petrosino

Assicurazioni e previdenza
Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati
Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza
Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria
Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche
Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza

Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

Dialoghi di Diritto dell'Economia

SOMMARIO

ARTICOLI

M. Comana, La SIU: il nuovo quadro di riferimento per l'unione di capitali.....439

R. Magliano, I diamanti da investimento tra attività finanziaria e pratiche commerciali scorrette.....455

M. Arrigoni, Oltre la semplificazione. Il delicato equilibrio tra competitività e sostenibilità nel sistema finanziario europeo.....457

U. Patroni Griffi, **M. Minenna**, Il sistema ETS marittimo: evoluzione normativa, criticità nazionali e prospettive per lo sviluppo di strumenti finanziari nei mercati del carbonio.....473

M. Maugeri, L'informazione societaria «sostenibile».....501

L. Rodio Nico, Intelligenza artificiale, mercati e intervento pubblico nell'economia: la regolazione della complessità e la prospettiva (incerta) della sovranità digitale.....517

L. Romualdi, Oltre la barriera: gli effetti del DMA e del Regolamento 2018/302/UE sul geoblocking...541

M. Semeraro, Sostenibilità ambientale e regolazione dei mercati bancario e finanziario. Il ruolo degli strumenti di private enforcement.....553

G. Berti de Marinis, Le polizze assicurative contro gli eventi catastrofali alla luce del D.M. 30 gennaio 2025, n. 18.....575

A. Galato, Prime riflessioni su decisioni algoritmiche e contratto.....593

A. Barenghi, Remarks on the Italian Implementation of Directive 93/13 609

V. Denicolò, **F.Panunzi**, L'azione legale contro BlackRock, Vanguard e State Street: un'analisi economica e politica.....641

M. Paracampo, Evoluzione del credito ed innovazione dei servizi tra modernizzazione delle norme e vuoti regolamentari. Riflessioni su una possibile "rete di sicurezza" per il consumatore nel crypto lending.....659

P. Lucantoni, **L. Locci**, La consulenza finanziaria automatizzata nella prospettiva della sostenibilità 683

Dialoghi di Diritto dell'Economia

M. Lamandini, Early intervention measures and proportionality.....709

M. S. Spolidoro, NFT e il fantasma di Sleepy Hollow.....719

A. Davola, **G. Luchena**, **L. Rodio Nico**, Licenze digitali e tutela del consumatore nel mercato dell'editoria scolastica. Rapporto di ricerca.....727

E. Rimini, Gli strumenti di enforcement degli obblighi di Due Diligence.....743

L. Vernero, Spunti su crowdfunding, doveri dei gestori e vigilanza prudenziale.....767

NOTE

A. A. Dolmetta, Dei debiti «inclusi nella cessione» delle banche venete. Un contrasto in Cassazione..73

F. Bartolini, Il "consumatore medio" in crisi di identità.....93

M. Piccolo, Le modalità di concessione del credito: i così detti contratti bancari attivi.....105

P. Pellegrini, Restricted shares can be classified as securities: insight from the rulings Schaerbeek and Linkebeek(c-627/23).....125

A. C. Tazzioli, Il mancato recepimento della disciplina CFC della Direttiva ATAD: un'analisi delle conclusioni rese dall'Avvocato Generale Juliane Kokott nella Causa C-524/23.....147

F. Corletto, Risoluzione dei contratti di investimento e tutela restitutoria, tra funzione ripristinatoria del rimedio e divieto di ingiustificati arricchimenti: spunti per uno studio delle restituzioni contrattuali, a partire da Cass., 18 febbraio 2025, n. 4133.....163

La SIU: il nuovo quadro di riferimento per l'unione di capitali

MARIO COMANA

Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari
Università Luiss

Sommario: 1. Introduzione; 2. L'impianto della SIU: uno sguardo d'insieme; 3. I cittadini e il risparmio; 4. Investimenti e finanziamenti; 5. Mercato dei capitali; 6. Vigilanza e supervisione; 7. Alcune conclusioni

1. Introduzione

La Commissione Europea ha lanciato un nuovo ambizioso progetto di rilancio e sviluppo della struttura finanziaria dell'Unione, la Saving and Investment Union (SIU). L'obiettivo finale è completare e integrare gli altrettanto ambiziosi programmi da tempo in corso in materia di contrasto ai cambiamenti climatici (il cosiddetto Green deal), a sostegno dell'innovazione tecnologica e, da ultimo, rafforzare la difesa europea che richiedono investimenti colossali, privati e pubblici, a livello comunitario e nazionale. Il concorso delle risorse private è dunque indispensabile, come riconosciuto da numerosi atti, documenti e dichiarazioni di autorevoli esponenti dell'Unione e degli stati nazionali. I tratti salienti della SIU sono contenuti nella comunicazione del 19 marzo 2025[01] dal titolo Communication on the savings and investments union: A strategy to foster citizens' wealth and economic competetiveness in the EU, cui è seguita la fase di consultazione fino al 10 giugno 2025.

L'iniziativa muove dalla costatazione che la struttura finanziaria dell'Unione non appare

01 COM(2025) 124 , Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, The Council, the European Central Bank, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Savings and Investments Union. A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic ompetitiveness in the EU.

adeguata ad offrire il contributo richiesto dai grandi cambiamenti citati. I motivi sono diversi: dalla marcata segmentazione nazionale dei mercati allo spiccato orientamento agli intermediari, rispetto ai sistemi anglosassoni, che non favorisce la possibilità di convogliare il pur ingente risparmio degli europei verso queste finalità. Sia il Rapporto Draghi sia il Rapporto Letta hanno evidenziato la necessità di interventi in questo ambito come parte del più ampio disegno che l'Unione si è data per i prossimi lustri e forse addirittura come presupposto per la loro realizzazione.

In termini più articolati, l'obiettivo del progetto è la mobilitazione del risparmio europeo, in larga parte detenuto attualmente sotto forma di depositi bancari, verso gli investimenti interni e segnatamente nei tre ambiti giù citati: la transizione climatica, l'innovazione tecnologica, il rafforzamento dei sistemi di difesa militare. Lo scopo è veicolare maggiormente il risparmio verso l'investimento in capitale di rischio e nelle infrastrutture. Nel primo caso, si tenderà a privilegiare specialmente il rafforzamento della patrimonializzazione delle PMI, delle start up e delle cosiddette scale up, attraverso il potenziamento degli strumenti di private equity, il ricorso a fondi di investimento e un maggiore coinvolgimento in queste iniziative degli investitori istituzionali, soprattutto i fondi pensione, le assicurazioni e le stesse banche. Parallelamente si favorirà il coinvolgimento del risparmio privato nei progetti di investimento di sistema, insieme alla stessa Unione, ai governi nazionali e, anche qui, agli investitori istituzionali, con un ruolo particolare per le banche di investimento e di sviluppo nazionali e dell'Unione. Ciò richiede un incremento della scala dei mercati, la concentrazione delle infrastrutture di trading e post trading; un contesto di supervisione più favorevole all'investimento di lungo periodo per banche, fondi pensioni e assicurazioni predisponendo un contesto più favorevole al *patient capital*.

I benefici attesi da questi interventi sono molteplici e consistono, oltre che nella possibilità di realizzare maggiori investimenti per il clima, l'innovazione tecnologia e la difesa, anche nella messa a disposizione di maggiori risorse per le imprese di nuova costituzione e di quelle in crescita e, più in generale, nel favorire l'accesso a fonti di finanziamento non bancarie per le imprese. Tutto ciò dovrebbe a sua volta generare ulteriori benefici per i cittadini dell'unione, grazie al rafforzamento della previdenza complementare, il maggiore rendimento dei loro risparmi e un rafforzamento delle tutele a loro favore grazie al miglioramento dell'informazione e della trasparenza dei mercati e all'educazione finanziaria dei risparmiatori e dei piccoli operatori economici.

Il progetto della SIU non dovrebbe sovrapporsi ma si aggiunge a quelli dell'Unione Bancaria (Banking Union o BU) e dell'Unione dei mercati dei capitali (CMU). Il primo è molto

più remoto[02] e in larga parte già attuato, mentre la seconda è un'iniziativa più recente[03] e tutt'ora in fase di definizione, volta a integrare e a sviluppare i mercati dei capitali europei. Benché affine a questi progetti, la SIU non è ridondante ma si propone di costituire il complemento necessario per il successo di entrambi, ponendo al centro non gli intermediari o i mercati ma i cittadini, le imprese e le istituzioni. Come vedremo, le intersezioni sono ovviamente numerose e una parte del progetto della SIU è dedicato esplicitamente alla necessità di completare la Banking Union e alle iniziative per conseguire questo risultato. Con riguardo alla CMU, si può affermare che la SIU ne costituisce anche una sorta di prosecuzione logica in quanto estende il suo perimetro ai mercati del risparmio e della previdenza.

Al momento, il progetto è definito solo nelle sue linee generali, che sono comunque abbastanza dettagliate per consentire di prefigurarne la struttura e parte degli interventi che lo comporranno. Accanto agli obiettivi ambiziosi e ai risultati potenzialmente molto rilevanti, non si possono nascondere le difficoltà della sua realizzazione, specialmente nei tempi brevi che sono preannunciati, anche in considerazione del fatto che il risparmio privato sarà richiesto in misura considerevole per il finanziamento del debito pubblico dei singoli Stati, destinato esso stesso ad aumentare proprio a fronte degli investimenti da compiere nei settori già citati, oltre che per finanziare anche il debito comune dell'Unione che potrebbe vedere la luce nell'arco del piano.

La SIU prevede sin d'ora un piano di interventi di attuazione, rappresentato nella tabella seguente, che partono dal terzo trimestre del 2025 e si sviluppano lungo l'arco del periodo di implementazione fino alla revisione intermedia prevista per il secondo trimestre del 2027.

02 La Banking Union è entrata in vigore nel novembre del 2014 con l'introduzione del Single Supervisory Mechanism (SSM).

03 Il progetto della Capital Market Union è stato lanciato nel 2020 con l'obiettivo di creare un mercato unico del capitale all'interno dell'Unione Europea e in particolare di facilitare l'accesso ai finanziamenti, in particolare per le PMI, integrare i mercati dei capitali europei, aumentare la disponibilità di capitale transfrontalieri, completare l'unione economica e monetaria offrendo un canale di finanziamento alternativo al sistema bancario. Il suo completamento è previsto per il 2029.

2025 Q3	Incoraggiare la partecipazione dei privati ai mercati dei capitali	Conti di risparmio e di investimento UE
		Strategia di alfabetizzazione finanziaria
2025 Q4	Sviluppo del settore delle pensioni integrative	Raccomandazioni relative all'iscrizione automatica, ai sistemi di monitoraggio delle pensioni e ai cruscotti pensionistici
		Revisione della direttiva sugli enti pensionistici aziendali o professionali (IORP) e del regolamento paneuropeo sul prodotto pensionistico personale (PEPP)
2025 Q4	Integrazione e sorveglianza del mercato	Pacchetto infrastrutture di mercato
		Migliorare l'erogazione transfrontaliera di fondi e ridurre gli ostacoli operativi cui devono far fronte i gestori patrimoniali
		Una vigilanza più integrata e armonizzata
2025 Q4	Promozione dell'investimento azionario	Ammissibilità e chiarimento dell'investimento in azioni da parte di investitori istituzionali
2026 Q3	Promozione dell'investimento azionario	Revisione del regolamento del Fondo europeo per il capitale di rischio (EuVECA)
2026	Settore bancario	Relazione di valutazione della situazione globale del sistema bancario dell'UE, compresa la sua competitività
2027 Q2	Revisione intermedia	La Commissione pubblicherà una rassegna intermedia dei progressi complessivi compiuti verso l'unione del risparmio e degli investimenti

2. L'impianto della SIU: uno sguardo d'insieme

Il piano dell'Unione in materia di risparmio e investimenti parte da una premessa e da alcuni obiettivi. L'Europa è ricca di risparmio, potendo contare su oltre 10 mila miliardi di depositi bancari, che potrebbero essere convogliati verso forme di investimento a un tempo più remunerative per i loro detentori e più funzionali alla realizzazione dei progetti nelle aree della transizione climatica, dell'innovazione tecnologica e della difesa richiamati in apertura. Il fattore abilitante per la mobilitazione del risparmio bancario è l'integrazione dei mercati dei capitali, così da favorire i flussi di interni di risparmio e al contempo scongiurare i consistenti deflussi che si orientano prevalentemente verso i mercati borsistici internazionali, prevalentemente statunitensi. Il primo obiettivo è dunque quello di indirizzare le risorse verso investimenti più produttivi, anche nell'interesse delle piccole e medie imprese, soprattutto di quelle innovative e quelle che abbisognano di supporto alla crescita. Accanto a questo, il piano persegue l'intento di accrescere l'efficacia e la resilienza dei mercati dei capitali europei attraverso la loro integrazione così da ridurre la dipendenza delle imprese dal credito bancario, offrendo loro strumenti di finanziamento diversificati quanto a tipologia, natura del finanziatore

e nazionalità dello stesso. Ne consegue la possibilità di conseguire un ulteriore beneficio, quello dell'orientamento dei capitali a investimenti di lungo termine, necessari per i progetti infrastrutturali già in corso o da avviare.

Gli strumenti individuati per realizzare il piano sono riconducibili a tre principali famiglie. La prima è l'armonizzazione delle regole, delle infrastrutture finanziarie, degli strumenti di investimento e di finanziamento così da ridurre la distanza fra gli investitori privati, anche retail, e l'auspicata destinazione delle risorse. L'ampliamento della gamma degli strumenti oltre che degli stessi mercati è un requisito chiave per il successo del disegno complessivo, in quanto dovrebbe mettere in condizione i risparmiatori di diversificare i portafogli in modo agevole, senza costi rilevanti e possibilmente anche con trattamenti fiscali agevolati. In questa prospettiva, interventi di armonizzazione regolamentare e tributaria fra gli ordinamenti sono assolutamente necessari, ovviamente tendendo a una regolamentazione e a una tassazione che si allineino sui livelli più bassi conosciuti nell'Unione e non verso quelli più complessi e onerosi.

La semplificazione e la riduzione degli attriti alla mobilità dei capitali sono la seconda famiglia di strumenti di cui si avvale la SIU. La terza famiglia è il potenziamento dei fondi pensione e l'ampliamento del ruolo degli investitori istituzionali nei grandi progetti di investimento infrastrutturale oltre che a supporto delle imprese. Questi soggetti si rivelano centrali per la loro attitudine ad agire come *patient capital*, atti a sostenere impieghi di lungo periodo, sia con riferimento alle infrastrutture sia nel caso dei *private equity investments*. Accanto a questo, lo sviluppo del mercato delle pensioni genera un ulteriore beneficio ai cittadini europei in termini di assetti previdenziali più solidi ed equilibrati.

La realizzazione di questi obiettivi favorirebbe il migliore accesso ai finanziamenti da parte delle imprese, riducendo la dipendenza dal credito bancario grazie a un mercato dei capitali più sviluppato, con maggiore disponibilità di strumenti a supporto del capitale di rischio e della crescita. Un contributo in tal senso dovrebbe derivare anche dalla nuova e più snella disciplina delle cartolarizzazioni che aiuti la redistribuzione ottimale dei rischi degli intermediari, riduca gli assorbimenti patrimoniali, liberando capitale per il finanziamento delle imprese a costi più favorevoli. Il sistema nel suo complesso dovrebbe risultare più ampio e attrattivo, sia verso i capitali interni sia nei confronti di quelli esterni, e dunque più stabile, più resiliente e meno vulnerabile agli shock esterni, sia macroeconomici che di altra natura.

Gli obiettivi enunciati dalla SIU e gli strumenti previsti per la sua attuazione sono ampiamente auspicabili e condivisibili, anche se al momento è difficile formarsi un giudizio ponderato sulla loro efficacia. Un elemento di perplessità sorge invece dalla premessa da cui sembra muovere l'impianto logico e cioè le ingenti giacenze di risparmio sui conti bancari. Ad una prima lettura potrebbe sembrare che ciò sottenda una *misallocation of resources*, quasi a significare che il risparmio affidato agli intermediari bancari non sia altrettanto produttivo o efficace ai fini della crescita delle imprese e della realizzazione delle infrastrutture. Se questo fosse l'assunto di base sarebbe ovviamente errato.

È vero che l'Europa si è sempre caratterizzata per un orientamento agli intermediari più spiccato che ai mercati, peraltro con diverse accentuazioni al suo interno, rispetto ai sistemi di stampo anglosassone. È altrettanto vero che la gamma di strumenti a disposizione delle imprese per il loro finanziamento è meno ampia che altrove e che la difficoltà di accesso a forme di provvista alternative ha contribuito a determinare il forte ricorso alle fonti bancarie. Per questo si parla di eccessiva dipendenza dal credito bancario, situazione ovviamente negativa. Ma questo non ha impedito nei decenni scorsi che le imprese ottenessero adeguato sostegno alla loro nascita, allo sviluppo e alla crescita. Né sono mancate le disponibilità per le opere di dotazione infrastrutturale del continente realizzate a partire dalla seconda metà del secolo scorso. Dunque, ben venga una maggiore diversificazione degli strumenti di finanziamento, un più agevole accesso diretto al mercato dei capitali da parte di risparmiatori e imprese, nella misura in cui questo amplia le opportunità di scelta di entrambe le schiere di soggetti: consente ai primi di ricavare migliori rendimenti e alle seconde di contenere i loro costi e, più ancora, di realizzare *capital structure* equilibrate. Non si deve però cadere nell'errore di demonizzare o comunque contrastare aprioristicamente il canale bancario perché è anch'esso atto a veicolare il risparmio verso le occasioni più opportune di investimento, in modo non necessariamente più oneroso dei circuiti diretti. Semmai, la SIU dovrebbe essere l'occasione per rivedere in senso favorevole la disciplina di vigilanza sugli intermediari creditizi che impedisce loro, in molti casi, di esprimere appieno il loro potenziale di sostegno allo sviluppo economico. In questo senso, come meglio vedremo più avanti, le proposte di ampliare le possibilità di intervento degli investitori istituzionali ammorbidendo i requisiti di vigilanza quando agiscono come investitori pazienti sembrano andare nella direzione giusta.

Procediamo ora a una disamina del progetto della SIU secondo le diverse aree di intervento: la sfera del risparmio e dei cittadini; quella degli investimenti dei finanziamenti; l'integrazione e la scala dei mercati; l'ambito della supervisione.

3. I cittadini e il risparmio

Il focus del piano per il risparmio e gli investimenti dell'Unione è rivolto in primis ai cittadini e alle imprese. Questa è la caratteristica che dovrebbe contraddistinguere il progetto dalla CMU e dalla BU che invece si incentravano di più sulle regole dei mercati e sugli intermediari. Certo che in ultima analisi i beneficiari degli interventi sono gli attori del sistema economico, ma oggi questi lo sono in via più diretta, non solo mediata dal miglioramento dell'apparato finanziario nel suo insieme. Dunque, si intende far sì che i risparmiatori migliorino la propria condizione sotto diversi profili: ottenendo una maggiore remunerazione, potendo accedere una più vasta gamma di prodotti e strumenti, a costi più contenuti, con maggiore flessibilità e con forme di tutela e protezione più elevate, sia in termini di qualità dei prodotti sia favorendo la loro informazione e cultura finanziaria. Inoltre, i cittadini dovranno godere di un contesto previdenziale più sviluppato ed efficiente. In questo modo si coniugheranno benefici di breve periodo, il rendimento degli investimenti, con quelli di lungo periodo, la protezione del risparmio e

la sua migliore redistribuzione temporale. Gli strumenti e le azioni che sono state individuate per perseguire l'obiettivo del miglioramento della condizione dei risparmiatori, indirizzandoli verso investimenti più redditizi, più sicuri e al contempo più funzionali al disegno complessivo degli investimenti europei, sono analizzate qui di seguito.

Il primo passo consiste nell'incoraggiare i risparmiatori a partecipare al mercato dei capitali rendendo disponibili nuovi strumenti particolarmente indirizzati a questo scopo: i *saving and investment accounts* (SIA). Ogni stato membro dovrebbe elaborare delle forme tecniche di strumenti di matrice bancaria aperte all'investimento nel mercato dei capitali che si caratterizzino per particolari profili di vantaggio in termini di portabilità, di regime e livello di tassazione fiscale, di costi operativi. Tali benefici incontrerebbero un limite quantitativo massimo e potrebbero essere condizionati a specifiche destinazioni del risparmio in essi contenuto, in termini di tipologia di strumenti e di destinazione delle risorse ai tre filoni di investimento più volte richiamati.

Le indicazioni applicative al momento sono molto limitate e rinviano genericamente a titolo esemplificativo all'esperienza di qualche stato membro, facendo pensare agli ISK svedesi[04]. Questi offrono essenzialmente un vantaggio fiscale (o meglio: una semplificazione del trattamento fiscale) ma non sembrano presentare le altre caratteristiche indicate: l'assenza o comunque il contenimento dei costi operativi e la portabilità agevole per favorire anche la circolazione internazionale. Dunque non è ancora possibile formulare un giudizio compiuto sullo strumento. Merita però citare due circostanze rilevanti con riferimento al caso italiano. Nel nostro ordinamento già esistono i PIR, che offrono l'esenzione fiscale totale se l'investimento è rivolto prevalentemente a piccole e medie imprese italiane. L'esperienza del primo quinquennio è stata positiva in termini di diffusione dello strumento, anche se non può dirsi che a ciò abbia corrisposto un significativo beneficio per le imprese e gli emittenti. Certo, lo strumento non potrebbe essere replicato in chiave europea perché ha il vincolo della destinazione nazionale dei fondi, cosa che ovviamente contrasta con il fine di accrescere la circolazione *cross border* delle risorse. A livello europeo sono stati previsti gli ELTIF[05], fondi a lungo termine per canalizzare le risorse finanziarie verso investimenti a lungo termine, che presentano una comune matrice, almeno in termini di finalità, e sulla cui convivenza con gli altri strumenti di cui qui si parla occorre fare una riflessione.

04 Per una illustrazione più dettagliata si veda Svedish National Audit Office, *Investment savings account – a simple form of saving in a complex tax system*, https://www.riksrevisionen.se/

05 Gli ELTIF (European Long-Term Investment Funds): sono fondi europei di investimento a lungo termine istituiti dall'Unione Europea con Regolamento 2015/760 entrato in vigore il 9/12/2015. Mirano a canalizzare risorse finanziarie verso investimenti a lungo termine in settori come: infrastrutture, energie rinnovabili, immobili non residenziali, PMI non quotate, progetti di sviluppo sostenibile. Sono investimenti illiquidi destinati generalmente a investitori professionali, sono disciplinate da norme armonizzate a livello UE e prevedono limiti sull'uso del debito per evitare rischi sistemici. Il 10/1/2024 è entrato in vigore il Regolamento ELTIF 2.0 (Regolamento 2023/606) che ha introdotto maggiore flessibilità e semplificazioni

Il secondo punto attiene alla protezione del depositante: nel caso svedese, infatti, il conto è garantito dallo schema nazionale di tutela dei depositi anche se le risorse sono poi investite in strumenti di mercato. Una soluzione che appare difficilmente riproponibile e comunque che contrasta con la finalità deli schemi di tutela dei depositi.

A parere di chi scrive, l'incentivo fiscale agli investimenti diretti sui mercati dei capitali, nei limiti di un determinato ammontare di taglio medio-piccolo può essere apprezzabile, soprattutto se attuato insieme alla compensazione delle perdite, così che venga colpito solo l'effettivo provento. È lecito dubitare della sua efficacia complessiva così come va ricordato che ogni incentivo fiscale nella nostra Repubblica deve fare i conti con le pressanti esigenze di gettito. Sembra di maggiore interesse invece lo spunto di prevedere minori oneri commissionali in capo a questi conti e la portabilità degli stessi, magari condizionata alla detenzione prolungata, che consenta al meccanismo della concorrenza di agire appieno e favorire così il rendimento dell'investitore.

La relazione fra costi e benefici degli strumenti di investimento è essenziale per conseguire un altro degli obiettivi della SIU: l'equo trattamento da riservare ai risparmiatori privati. Il tema è già all'attenzione dell'Unione all'interno della Retail Investment Strategy[06], attualmente in discussione fra la Commissione e il Parlamento Europeo. La sua implementazione potrà favorire l'afflusso dei capitali privati verso le imprese e le infrastrutture europee nella misura in cui consentirà la rimozione di oneri talvolta eccessivi soprattutto sugli impieghi azionari, sia una maggiore consapevolezza della destinazione delle risorse da parte dell'investitore. Il quadro si completa con gli interventi previsti per accrescere le conoscenze finanziarie dei risparmiatori, presupposto essenziale per il loro ruolo attivo e coerente con le finalità di tutto il Progetto. La loro pianificazione è prevista per il terzo trimestre del 2025.

La previdenza complementare è un elemento centrale del piano perché allinea gli interessi dei risparmiatori ai suoi obiettivi strategici: incentiva la copertura pensionistica dei cittadini e rende disponibili risorse a lungo termine per gli investimenti. Il tema che collega i due profili è proprio l'orizzonte temporale molto protratto su entrambi i versanti che crea la possibilità di coniugare due parti del progetto. La dinamica demografica dell'Unione pone sfide rilevanti alla capacità dei sistemi pensionistici pubblici di assicurare un'adeguata protezione ai cittadini nel lungo periodo e al momento la diffusione degli strumenti integrativi è molto limitata. Nel nostro Paese in particolare si riscontrano entrambe le carenze: profilo demografico sfavorevole e bassissimo ricorso

06 La Retail investment strategy (RIS) è un'iniziativa presentata dalla Commissione Europea il 24/5/2023 finalizzata a rafforzare la protezione degli investitori retail e promuovere una maggiore partecipazione dei cittadini europei al mercato dei capitali. Mira a rafforzare la trasparenza e la comparabilità dei prodotti finanziari, a rafforzare la protezione degli investitori garantendo che gli interessi dei consumatori siano al centro dell'attività di investimento al dettaglio, promuovere l'educazione finanziari, a favorire l'accesso al mercato dei capitali semplificando le procedure. Attualmente la proposta è in fase di discussione e si prevede che il testo finale possa essere adottato entro la metà del 2025.

ai fondi pensione integrativi, benché istituiti ormai da alcuni decenni e assistiti da un trattamento fiscale agevolato. Nella misura in cui aumenterà la destinazione del risparmio alle esigenze previdenziali, si renderanno disponibili risorse stabili e durevoli per le infrastrutture, per le *start up* e le *scale up*, per il capital di rischio delle imprese: in una parola, si creeranno serbatoi di capitali pazienti gestiti da operatori istituzionali.

Le azioni da porre in essere per la diffusione della previdenza complementare sono diverse. A livello nazionale ogni paese dovrà innanzitutto compiere le riforme e gli interventi migliorativi caso per caso necessari, possibilmente cercando di favorire al contempo la convergenza dei diversi sistemi. A livello comunitario saranno intraprese iniziative per sensibilizzare i cittadini sull'importanza di un'adeguata copertura previdenziale, istituendo meccanismi di *pension tracking* e *pension dashboard*: dalla conoscenza della propria situazione personale dovrebbe scaturire la consapevolezza di eventuali profili di criticità a lungo termine e quindi lo stimolo a intervenire. Accanto a questo saranno studiati anche meccanismi più direttamente efficaci come la possibilità di iscrizione automatica dei lavoratori nelle forme di pensione integrativa. La dimensione delle risorse che possono essere mobilitate grazie a queste iniziative non è ancora stimata, ma è ragionevole ritenere che si tratti di quantità ingenti e soprattutto che mediante queste azioni si possa attivare un flusso costante di risorse, caratterizzate come detto dalla lunga durata dell'obiettivo di investimento. Dunque, questo filone di interventi è di rilevanza decisiva ai fini della riuscita del progetto nel suo insieme.

4. Investimenti e finanziamenti

La mobilizzazione del risparmio di cui ha trattato il punto precedente richiede una serie di interventi anche sul fronte delle modalità di investimento per convogliare efficacemente le risorse verso gli obiettivi del progetto. Le misure previste in questo secondo pilastro sono volte essenzialmente a promuovere forme di finanziamento diverse da quelle più tradizionalmente bancarie e a incoraggiare la canalizzazione del risparmio verso il supporto al capitale di rischio delle imprese e gli investimenti infrastrutturali.

Ciò richiede un maggiore ruolo degli intermediari specializzati nell'assistenza alla crescita delle imprese, soprattutto quelle in fase di *start up* e di *scale up*. Pertanto, occorre da un lato favorire l'afflusso di risorse verso questi operatori, dall'altro accrescere la possibilità di *way out* dagli investimenti compiuti dai *private equity*. Sul primo fronte si prevedono varie forme di incentivo al capitale paziente, adottando misure regolamentari di riduzione degli assorbimenti patrimoniali in capo agli investitori istituzionali e la possibilità che gli stati membri introducano forme di agevolazione fiscale. In particolare, gli interventi saranno rivolti a favore dei fondi pensione e degli intermediari assicurativi, che per loro natura hanno orizzonti di investimento di lungo periodo. Tali investimenti potranno essere attuati sia in forma diretta sia attraverso fondi di fondi. È evidente la saldatura logica fra questa politica e l'esigenza di migliorare il grado di copertura previdenziale dei cittadini dell'Unione trattata al punto precedente. All'altro estremo del ciclo di investimenti dei *private equity* bisogna rendere più agevole e più efficace l'approdo alla quotazione da parte delle imprese oggetto di questi interventi.

Su questo fronte le iniziative da realizzare sono numerose: semplificare la disciplina di accesso e di permanenza sui mercati regolamentati, tema peraltro già oggetto del *Listing act*[07], al fine di ridurre i vincoli e gli oneri, sia finanziari che operativi, ridurre le barriere alla circolazione delle imprese sui vari mercati dell'Unione per ampliare il bacino di incontro fra imprese e risparmio. Un progetto già in corso in questo ambito è la Direttiva *Faster and Safer Tax Relief of Excess Witholding Taxes* (FASTER)[08] che mira a rendere omogeneo il prelievo sui dividendi e sulle cedole obbligazionarie proprio nel tentativo di allargare il potenziale di collocamento degli strumenti finanziari all'intero mercato finanziario dell'Unione.

Un altro progetti in corso che si collega alla SIU è la revisione della regolamentazione delle società di venture capital (EuVECA)[09], anche attraverso un ampliamento degli ambiti di investimento e delle strategie possibili. Fra le soluzioni allo studio c'è anche la possibilità di rafforzare i sistemi di circolazione delle quote azionarie delle imprese non solo sui mercati di borsa ma anche mediante piattaforme di scambio per le azioni e i titoli di debito delle aziende non quotate. L'obiettivo dello sviluppo del venture capital si collega anche a quello del sostegno dell'innovazione, che spesso proviene proprio da *start up* innovative, benché non solo da queste. Anche in questo caso gli interventi si collegheranno ad altri piani già in corso, fra cui *l'European Tech-Champions Iniziative* 2.0 (ETCI)[10].

Un punto di attenzione, come già citato, è quello fiscale. Una prima forma è quella degli

07 Il Listing Act è il pacchetto legislativo dell'Unione Europea adottato nel 2024 con l'obiettivo di rendere più attraenti i mercati dei capitali europei per le imprese, in particolar modo per le PMI, semplificando le regole di quotazione e riducendo gli oneri amministrativi. Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il 14 novembre 2024 è entrato in vigore il 4/12/2024. Alcune disposizioni saranno applicabili dopo 15, 18 o 24 mesi per consentire l'adozione degli standard tecnici da parte dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) e la trasposizione delle direttive da parte degli Stati membri.

08 Direttiva UE 2025/50 del 10/12/2024 finalizzata a semplificare, digitalizzare e armonizzare le procedure di rimborso delle ritenute alla fonte in eccesso su dividendi e interessi percepiti da investitori non residenti. È prevista la trasposizione nelle legislazioni nazionali entro il 31 dicembre 2028 e l'entrata in vigore delle disposizioni dal 1 gennaio 2030.

09 Gli EuVeca (European Venture Capital Funds) sono una categoria di fondi istituiti a livello europeo con il Regolamento UE n. 345/2013 per incentivare gli investimenti nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese non quotate e innovative. Devono investire almeno il 70% del capitale in PMI non quotate che siano in fase di avvio, espansione o sviluppo, possono essere commercializzati sia da investitori professionali sia, seppur con restrizioni, da investitori al dettaglio qualificati, possono utilizzare un passaporto europeo per raccogliere capitali e commercializzare i fondi in tutti gli Stati Ue senza richiedere autorizzazioni nazionali, non possono usare leva finanziaria, devono essere registrati e vigilati dall'autorità competente dello Stato membro d'origine

10 L'European tech Champion Initiative 2.0 (ETCI 2.0) è una nuova fase dell'European Tech Champions Initiative volta a sostenere la crescita delle imprese tecnologiche innovative in Europa, il cui lancio è previsto entro il 2026. L'iniziativa sarà gestita dal Fondo Europeo per gli Investimenti e opererà come un fondo di fondi, investendo in fondi di venture capital e private equity che a loro volta finanzieranno le scale-up europee.

incentivi mediante la detassazione dei proventi di questi investimenti o la possibilità di deduzione dall'imponibile dei capitali apportati, sia in capo ai soggetti giuridici sia per le persone fisiche. Un altro grande tema è quello della rimozione della convenienza fiscale del debito, che si traduce di fatto in un disincentivo all'aumento del capitale proprio. Anche in questo ambito la commissione ha già avanzato una proposta per la *Debt. Equity Bias Reduction Allowance* (DEBRA). Questa linea di azione è stata praticata in passato in Italia con diverso grado di intensità e attualmente non è più in vigore. Credo si tratti di un aspetto molto delicato. Infatti, da un lato è certo che una struttura più capitalizzata oggi risulta penalizzata in termini fiscali perché comporta meno oneri deducibili; ma non bisogna dimenticare che spesso le imprese indebitate sono anche quelle più deboli, sulle quali un eccessivo peso fiscale potrebbe avere l'effetto di mortificare anzichè stimolare la loro crescita. Non si può non ripetere anche in questa occasione che ogni intervento di tipo fiscale si scontra i vincoli di bilancio dei Paesi ad alto debito, fra cui ovviamente l'Italia.

Infine, un'altra leva da azionare sarà il potenziamento delle cartolarizzazioni come strumento di gestione dei rischi, consentendo alle banche di trasferire tali rischi ai soggetti più appropriati e, al contempo, di liberare capitale per destinare più risorse all'economia reale e in particolare alle piccole e medie imprese. Il *framework* sulle cartolarizzazioni in Europa si propone di rendere più agevole questo processo sia nelle forme standard sia in quelle non standard e di facilitare la loro circolazione mediante la creazione di piattaforme di scambio[11].

5. Mercato dei capitali

Il mercato dei capitali dell'Unione Europea è altamente frammentato a livello nazionale, nonostante i diversi decenni di vita dell'Unione stessa, e ancor prima della Comunità, e i 26 anni della moneta unica per molti dei Paesi aderenti. Ciò causa molta inefficienza, perché accresce i costi di transazione, diminuisce la liquidità dei mercati, riduce la possibilità di scelta degli investitori e di conseguenza comprime le opportunità di finanziamento delle imprese. Si perde così un importante potenziale di sostegno per le aziende, soprattutto quelle piccole e medie, che necessitano di capitali rischio e di finanziatori di lungo periodo.

Le ragioni di questa situazione sono molteplici. Il piano della SIU ne individua essenzialmente due: il contesto normativo, legale e fiscale differente fra i Paesi dell'Unione e la frammentazione delle infrastrutture di *trading* e *post trading*. Relativamente al primo aspetto si procederà innanzitutto a promuovere un'attenta rilevazione degli aspetti, di maggiore o minore importanza, che determinano questa situazione, non at-

11 Il cosiddetto Framework cartolarizzazioni è il quadro normativo che disciplina l'attività di cartolarizzazione all'interno dell'Unione Europea, con l'obiettivo di garantire trasparenza, standardizzare e ridurre il rischio sistemico. La normatività principale è costituita dal Regolamento Ue 2017/2402 entrato in vigore il 1° gennaio 2019 e modificato dalla Commissione Europea nel 2021.

traverso un censimento sistematico e comparativo della legislazione dei 28 Paesi ma rendendo disponibile agli operatori un canale per inviare segnalazioni sulle frizioni che operativamente riscontrano nella loro attività quotidiana. Inoltre si incentiveranno gli Stati membri a favorire l'omogeneizzazione normativa promuovendo un'applicazione il più possibile uniforme della disciplina, evitando soprattutto il diffuso ricorso alla pratica del *gold plating*. La stessa Unione, al fine di pervenire a un rapido progresso sotto questo profilo, è intenzionata a ricorrere in futuro più allo strumento dei Regolamenti che alle Direttive, le quali richiedono interventi di adozione o comunque di applicazione caso per caso.

L'obiettivo sembra davvero molto impegnativo, perché i fattori che costituiscono le cennate differenze regolamentari fra gli ordinamenti non sono solo di matrice finanziaria ma attengono, si può dire, a tutte le sfere normative che interessano la vita delle imprese: dalla governance alle regole contabili, dal fisco alla disciplina delle crisi aziendali eccetera e a quella giuslavoristica, per non parlare di quella fiscale. Si tratta quindi di uno sforzo colossale, difficilmente attuabile nel medio periodo. Questi fattori sono alla fine quelli che, come abbiamo visto recentemente, hanno spinto molte imprese italiane a trasferire la sede legale in altri Paesi, più accoglienti per le imprese o comunque con ordinamenti più semplici, pure senza essere stati canaglia e tanto meno in alcuna *black list*.

Non si può poi trascurare la presenza di un marcato *home bias effect*, che spinge gli investitori a privilegiare le imprese del proprio Paese, quelle di cui hanno magari conoscenza diretta per fattori non finanziari, cui si sentono più prossimi anche per ragioni linguistiche e alle quali quindi si sentono più inclini ad accordare la fiducia e quindi a investire. Il superamento di questo fattore, nettamente visibile nel finanziamento del debito pubblico, è presente ovviamente nel debito *corporate* e nell'*equity*. Il suo superamento potrà avvenire quando i cittadini europei raggiungeranno la piena consapevolezza dell'appartenenza al medesimo contesto politico ed economico. Richiederà molto tempo e un progetto come la SIU contribuisce allo scopo.

Un secondo ambito di interventi per l'integrazione del mercato dei capitali europeo riguarda l'integrazione del settore del risparmio gestito. Anch'esso oggi è fortemente frazionato per Paesi, e vede la presenza di molti operatori che dominano il proprio mercato nazionale e, quando agiscono in altri contesti, devono dotarsi di articolazioni operative locali, creando frizioni e costi. L'obiettivo è condivisibile ma dal testo del progetto, allo stato attuale, non si coglie quali potranno essere le linee di intervento. Bisognerà probabilmente attendere una fase più avanzata dei lavori per comprendere le linee di azione e gli strumenti di attuazione.

6. Vigilanza e supervisione

Il quadro delle misure per un potenziamento del settore finanziario dell'Unione non può non riguardare l'attività delle istituzioni di vigilanza. Il progetto definisce molto chiaramente l'obiettivo: per favorire la reale integrazione dei mercati e quindi accrescere

la loro efficienza è necessario che tutti gli operatori siano soggetti al medesimo trattamento indipendentemente della loro localizzazione all'interno dell'Unione, giungendo così alla effettiva rimozione delle residue barriere nazionali. Il problema consiste nel fatto che attualmente la responsabilità in questo ambito è affidata alle competenti autorità nazionali, benché all'interno di un quadro di disciplina proveniente dalla comune matrice europea. Le differenze nel trattamento degli operatori discendono dalla concreta applicazione che queste ne danno nella propria sfera geografica di competenza. Il progetto non propone il superamento del ruolo delle autorità nazionali ma la progressiva convergenza delle prassi e delle modalità operative. Anche in questo caso, però, non si riesce a scorgere in questa prima versione del piano quale possa essere la modalità per perseguire l'obiettivo, così che l'enunciazione degli obiettivi di questa parte rimane piuttosto generica.

Forse è necessario leggere in controluce alcuni passaggi apparentemente secondari, per esempio là dove si parla della necessità di trovare un nuovo equilibrio fra il livello nazionale e quello europeo, evidentemente a favore di quest'ultimo. Oppure dove si segnala l'opportunità di prevedere il passaggio della vigilanza sugli operatori attivi a livello internazionale dalle autorità nazionali a quello europeo. Questo modello sarebbe simile a quello adottato per il settore bancario che vede una ripartizione di ruoli fra le autorità nazionali e quella europea proprio in base alla rilevanza degli intermediari.

A nostro parere, bisognerebbe avere più coraggio in questo ambito e intraprendere con decisione la strada di una riforma che riduca le differenze di attuazione della supervisione proprio grazie a una maggiore devoluzione di competenze al livello europeo. La via della convergenza fra 27 autorità nazionali in questa materia sembra destinata a prendere un tempo non compatibile con gli obiettivi del progetto e soprattutto con le impellenti esigenze sottostanti.

Il progetto si chiude con un richiamo all'importanza dell'efficienza e dell'efficacia del settore bancario che, abbiamo visto proprio nella premessa, è la componente fondamentale dell'intero apparato finanziario dell'Unione. Come già ricordato, esso è stato oggetto di un importante progetto di integrazione nel 2014, la Banking Union, che però non ha ancora visto il suo completamento. In occasione del varo della SIU si richiama l'esigenza di realizzare gli ultimi tasselli del progetto che riguardano la gestione della risoluzione delle banche di piccola e media dimensione e, soprattutto, la definitiva integrazione del sistema di garanzia dei depositi. Questo è il tema che ha registrato le maggiori resistenze sino ad oggi ed è difficile immaginare quali azioni potrebbero contribuire a rimuoverle. Certo, l'unione dei risparmi e degli investimenti non potrà a sua volta dirsi completa fino a quando non lo sarà anche l'Unione Bancaria. Diversamente, si potranno avere utili progressi sul versante del mercato dei capitali ma non si conseguirebbe quella piena evoluzione e armonizzazione che è il presupposto del rilancio del settore nel suo complesso.

7. Alcune conclusioni

Le finalità della SIU sono ampiamente condivisibili ed è pure apprezzabile il fatto che essa ponga al centro del progetto i cittadini e le imprese, soprattutto medie e piccole. Benché queste siano sempre i destinatari ultimi dell'azione dell'Unione, negli altri progetti concernenti il sistema finanziario si agiva sugli intermediari e sulle istituzioni per generare i benefici all'economia e alla società. Si tratta solo di una differenza di accenti o è qualcosa di più sostanziale? Dal documento di base del marzo 2025 è difficile trarre una risposta abbastanza certa al riguardo. È meritevole di nota il fatto che si sottolinei la necessità di un nuovo e diverso approccio, anche culturale, alla finanza, maggiormente orientato all'innovazione, all'investimento nel capitale di rischio e che si dedichi attenzione alle imprese giovani, alle nuove iniziative imprenditoriali e che quindi si voglia intervenire a favore degli intermediari maggiormente capaci di intervenire in questo ambito. Sono aspetti che trovano maggiore compimento nei sistemi finanziari anglosassoni e americano in particolare, caratterizzati anche da un quadro normativo più snello e flessibile. A queste esperienze si potrebbe guardare per trarre indicazioni utili nella definizione del nuovo percorso.

L'impianto logico è coerente e solido: il risparmio deve essere incanalato verso forme di impiego con orizzonte temporale esteso e capacità di sopportare il rischio, in virtù sia della durata protratta e non della ricerca di remunerazione di breve termine, sia della diversificazione intrinseca nel modello operativo degli intermediari specializzati nell'investimento in capitale di rischio. Questa modalità di impiego del risparmio avvantaggia i cittadini con rendimenti più elevati e rischi modesti e irrobustendo il pilastro della previdenza complementare che, complice l'andamento demografico, diverrà sempre più rilevante nel futuro. Grazie alla disponibilità di risorse con queste caratteristiche si potranno affrontare le sfide finanziarie dell'innovazione, della transizione climatica e delle nuove politiche europee fra cui la difesa comune. Per rendere possibile questa evoluzione è necessario assicurare la possibilità di una reale libera circolazione dei capitali all'interno dell'Unione, rimuovendo le numerose barriere nazionali che determinano ancora un elevato grado di segmentazione del mercato finanziario. Questo secondo tipo di interventi, di armonizzazione e di integrazione tecnica e normativa dei mercati, sarà il fattore abilitante dei cambiamenti che si intende introdurre con le iniziative di cui si è detto poc'anzi.

Fra gli aspetti positivi del progetto vi è anche l'indirizzo della semplificazione della regolamentazione interna, dell'armonizzazione, del superamento di prassi del *gold plating*, soprattutto a livello nazionale, che sono di ostacolo alla effettiva integrazione dei mercati. Va nella stessa condivisibile direzione l'intenzione enunciata nel progetto di fare meno ricorso alle direttive, che richiedono tempi e procedure di recepimento e di attuazione, a favore dei regolamenti di diretta applicazione.

Ma oltre che condivisibile e apprezzabile, la SIU è un progetto molto ambizioso e complesso. Si interseca, e speriamo non si sovrapponga, con altre importanti iniziative in corso: in primis la *Banking Union* e la *Capital Market Union* (che fine farà? Sarà riassor-

bita nella SIU?), la *Retail Investment Strategty*, il *Listing Act*, la direttiva FASTER, la disciplina dell'EuVECA e il *Securitization Framework*. Il timore è che l'intreccio di questi interventi generi una nuova fase di grande produzione normativa a cui poi gli intermediari devono adeguarsi, impegnando lavoro, tempo e costi, cioè che si sovrapponga un nuovo livello di norme sopra gli attuali. Sarebbe quasi una beffa: la semplificazione che produce complessità, paradossalmente il tentativo di curare un problema con la causa stessa del male.

Il limite intrinseco del progetto, e francamente insuperabile con questo solo strumento, è che non può rimuovere le differenze interne di tipo legale e culturale che caratterizzano i 28 Paesi dell'Unione. Pensiamo alla disciplina del diritto commerciale e della gestione delle crisi, al diritto del lavoro, all'ordinamento tributario, financo alla giurisprudenza e cioè al modo in cui i giudici guardano alle leggi. Queste differenze, che come sopra accennato hanno spesso una matrice culturale, sono quelle che determinano barriere nazionali invisibili e, addirittura al contrario, spingono verso le delocalizzazioni opportunistiche delle sedi legali di alcune società. Resta il dubbio che siano anche una forma di competizione fra gli ordinamenti che alcuni stati pongono in essere con l'obiettivo di attrarre le imprese e i contribuenti.

Infine, non si può non citare il convitato di pietra che sempre si affaccia quando si parla di finanza e di destinazione del risparmio: il debito pubblico. Il nostro paese è fra quelli più esposti a questo problema, ma i progetti infrastrutturali, la transizione energetica e la prospettiva della difesa comune spingeranno verso l'innalzamento del livello di indebitamento anche di altri paesi e della stessa Unione, che probabilmente avvierà forme di provvista diretta. Per essere prudenti e non eccessivamente pessimistici, mi limito a porre un quesito, e cioè se davvero tutti gli stati dell'Unione saranno genuinamente disposti ad attuare il progetto della SIU dato che questo potrebbe rendere più complicato il finanziamento delle loro emissioni di titoli pubblici.

In definitiva, la SIU è un progetto condivisibile nelle sue finalità e apprezzabile nell'impostazione delle modalità attuative ma che si presenta con ambizioni molto elevate, e a cui si deve guardare con disincantata prudenza.

I diamanti da investimento tra attività finanziaria e pratiche commerciali scorrette

ROSANNA MAGLIANO
Ricercatrice di diritto commerciale
Università di Roma Tor Vergata

SOMMARIO: 1. La problematica qualificazione della natura dei diamanti da investimento: il contesto normativo; 2. La commercializzazione dei diamanti da investimento in Italia ed il coordinato intervento delle Autorità di vigilanza; 3. Segue: il ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e della Banca d'Italia; 4. Esigenza di disciplina in materia di strumenti finanziari atipici: quale ruolo per il legislatore eurounitario?

1. La problematica qualificazione della natura dei diamanti da investimento: il contesto normativo

I recenti eventi susseguitesi sui mercati finanziari globali hanno indirizzato gli investitori verso la ricerca di attività alternative per allocare le loro ricchezze, tra le quali spicca, in qualità di *passion investment*[01], l'acquisto di preziosi ed in particolare di diamanti da investimento; tale attività, da tempo ormai, è al centro di questioni dogmatiche dibattute dalla giurisprudenza in ragione dei rilevanti risvolti problematici che essa pre-

01 Cfr F. ONNIS CUGIA, *La natura dei "passion investments" tra attività di consumo e prodotti finanziari* in Jus civile,1/2023, p. 222 che, richiamando F. CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d' arte*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2007, p. 413, evidenzia che "I *passion investment* sono dunque visti come investimenti che in un certo qual modo sfuggono da considerazioni di carattere eminentemente finanziario, assumendo (in maniera parallela, se non prevalente rispetto a queste ultime) particolare rilevanza il fattore emotivo, per cui l'investimento in beni di lusso appare affascinante per la sicurezza conferita da quelli che, nella comune opinione, vengono considerati cc.dd. beni rifugio (o *safe heaven*), che alla caratteristica della difesa del valore del capitale investito sul lungo periodo uniscono quelle della facile trasportabilità e della soddisfazione estetica e collezionistica. Allo stesso tempo, però, non va trascurato il fatto che sono investimenti che risentono delle mode o delle oscillazioni dei mercati finanziari e, pertanto, al fine di contenere i rischi propri di tali settori richiedono elevate competenze specifiche".

senta[02].

La qualificazione della vendita di diamanti nel canale bancario come attività di investimento soggetta alla regolamentazione delle Autorità finanziarie è stata oggetto di discussione tra gli operatori e le Autorità di controllo poiché l'acquisto degli stessi rappresenta "l'acquisto di un bene materiale che può essere goduto in diversi modi che vanno oltre il possibile apprezzamento del suo valore"[03]. Sotto un profilo più strettamente finanziario, la scienza giuridica ha interpellato i canonici istituti giuridici di settore, così da poter verificare se questo nuovo potenziale asset di investimento si debba inquadrare tra gli "strumenti" o tra i "prodotti" finanziari, derivando da ciò la consequenziale applicazione della disciplina del prospetto informativo o dell'offerta fuori sede di cui agli artt. 94 ss. e 30 ss. del D. Lgs. n. 58/98, *infraTuf,* e delle derivanti regole di condotta previste e stabilite dagli artt.21ss *Tuf* [04]. La giurisprudenza ha espresso il principio secondo cui "la nozione di investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di una somma di danaro da parte del risparmiatore con un'aspettativa di profitto o remunerazione ovvero di utilità, unita ad un rischio, a fronte delle disponibili-

02 In particolare le riflessioni della dottrina si sono soffermate sul ruolo e sulle responsabilità degli istituti bancari intermediari, cfr. F.F. Marino, *Contratto di commercializzazione di diamanti: responsabilità contrattuale dell'intermediario bancario tra contatto sociale qualificato e contratto di mediazione*, in *Giur. Comm.*,5, II,2022, p.1245; D.Bonaccorsi di Patti,*Note minime sulla pretesa responsabilità della banca nella vendita di diamanti c.d."da investimento"*, in *Riv. Trim.Dir.Economia*, 4,2019,p.181.

03 Cfr. Procedimento AGCM,PS10677-IDB-Intermarket Diamond Business-Diamanti da investimento, Provvedimenti collegati n. 26757 del 20.9.2017,n. 29647 del 27.4.2021, n.29648 del 27.4.2021.Cfr. T.A.R. Lazio, sentenza Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio n. 10966/2018.e n.10967 del 14 novembre 2018; Consiglio di Stato n.02081 del 18 gennaio 2021; Consiglio di Stato 02085 del 28 gennaio 2021.

In dottrina, cfr. A.Campitiello, F. Esposito, G. Bronzini, *Making the Italian Market for 'Investment Diamonds' More Transparent: the IDB and DPI Cases*, in *Riv. it. antitrust*, 2017, pp. 198 ss.; Cfr. L. Renneboog, *The Returns on Investment Grade Diamonds*, CentER Discussion Paper Series No. 2013-025, reperibile *on-line* all'indirizzo *https:// ssrn.com/ abstract/ 2251791*.

04 V. G. Guizzi, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, V Agg., Milano, 2001, p. 747. In tal senso anche Cass., 17 aprile 2009, n. 9316, in *Giur. comm.*, 2010, II, pp. 103 ss., con nota di A. Pomelli, *I confini della fattispecie «prodotto finanziario» nel Testo Unico della Finanza*, il quale sottolinea la eccessiva genericità della formula.

tà impiegate in un dato intervallo temporale" [05].

L'esistenza di un bivio qualificatorio della fattispecie in esame è stata confermata anche dall'Arbitro Bancario Finanziario, ABF, che ha posto l'accento sulla corretta identificazione della causa negoziale; in tale prospettiva "l'operazione andrebbe qualificata come vendita di cose mobili laddove il contratto preveda il godimento durevole del bene acquistato, mentre andrebbe diversamente sussunta come vendita di prodotto finanziario allorquando il bene effettivamente trasferito non sia tanto la pietra preziosa, quanto piuttosto l'aspettativa di remunerazione futura correlata al rischio sottostan-

05 Cfr. Cass. 5 febbraio 2013, n.2736 secondo cui "ne consegue che è configurabile come prodotto finanziario, con correlata applicazione della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento, il contratto in cui una società proponga al pubblico il "blocco" di una somma per un anno in prospettiva di un guadagno, mediante un meccanismo negoziale consistente nella consegna in affidamento all'investitore di un diamante del valore ipotetico di mille euro, chiuso in un involucro sigillato, contro il versamento in denaro di un identico importo, con l'impegno della società di "riprendersi" il prezioso dopo dodici mesi e di restituire il capitale maggiorato di ottanta euro, senza alcun'altra prestazione a carico dell'investitore, prevalendo in detta operazione gli elementi del credito fruttifero e della garanzia rispetto a quello della custodia, e sussistendo, altresì, il "rischio emittente" legato all'incertezza sulla capacità della società di restituire il "tantundem" con l'incremento promesso". Secondo la Suprema Corte "il contratto di investimento disciplinato dal Tuf costituisce uno schema atipico, che comprende ogni forma di investimento finanziario, ai sensi dell'art.1comma 1, lett.u, riflettendo la natura aperta e atecnica di "prodotto finanziario" la quale rappresenta la risposta legislativa alla creatività del mercato e alla molteplicità degli strumenti offerti al pubblico, nonché all'esigenza di tutela degli investitori, in maniera da permettere la riconduzione nell'ambito della disciplina di protezione pure delle operazioni innominate". Cass. civile, 12 Marzo 2018, n. 5911 ove la Corte in riferimento alla compravendita di opere d'arte ha rilevato che " Tale operazione complessa, caratterizzata dalla predeterminazione dell'importo promesso, non è esente da rischio - nella specie del "rischio emittente"(..). Poiché anche il "rischio emittente" è incluso nell'alea assunta dall'investitore mediante l'investimento, ai fini della configurabilità della presenza di un prodotto finanziario, con la correlata applicazione della disciplina in materia di sollecitazione, è sufficiente che sussista l'incertezza in merito non all'entità della prestazione dovuta o al momento in cui questa sarà erogata - bensì alla capacità stessa dell'emittente di restituire il tantundem, con la maggiorazione promessa".

Cfr. Cass. n.10598/2005 in riferimento alla l.1/1991,art.1.

te"[06].

Anche nella prospettiva dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, ACF, si rileva che l'art. 4 del Regolamento ACF ne circoscrive l'ambito di competenza alle controversie fra investitori e intermediari relative alla violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza, previsti nei confronti degli investitori, nell'esercizio delle attività disciplinate nella parte II del TUF e, pertanto, nelle operazioni di vendita di diamanti di cui ci si occupa, non sono stati rilevati elementi utili per qualificare le medesime come servizi e attività di investimento[07] .

Come emerge da quanto evidenziato, il *discrimen* in favore della seconda opzione qualificatoria ricorrerebbe ogniqualvolta lo scopo dell'acquirente sia quello di assicurarsi la conservazione e il rendimento del capitale investito e non invece quello di garantirsi il godimento del diamante. Sia che si ricostruisca l'acquisto delle pietre preziose in termini di mera vendita di un bene mobile, ponendo dunque l'accento sulla apprensione materiale della *res*, ovvero in termini di vendita di un prodotto finanziario, è evidente che in entrambe le ipotesi ci si trovi di fronte ad un'attività che esula dal novero delle attività bancarie tipiche. Ne deriva che non possano trovare applicazione le tutele di trasparenza previste per la clientela dal D. lgs. 1° settembre 1993, n. 385, *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (T.U.B.) ed, in particolare, nel Titolo VI "Tra-

06 Collegio Bologna, Decisione N.22690 del 29 ottobre 2018 ove si stabilisce che "le "Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari" circoscrivono l'ambito oggettivo della propria cognizione come segue (Sez. I, § 4): "All'Arbitro Bancario Finanziario possono essere sottoposte controversie relative a operazioni e servizi bancari e finanziari. Sono escluse le controversie attinenti ai servizi e alle attività di investimento e alle altre fattispecie non assoggettate al titolo VI del T.U. ai sensi dell'articolo 23, comma 4, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58" Alla luce di tutto quanto sopra riportato si evince che la commercializzazione di diamanti presso gli intermediari bancari si qualifica come un'attività connessa a quella tipicamente riservata a tali soggetti e pertanto, trattandosi di attività di investimento (ancorché non finanziario) si deve giungere alla declaratoria di inammissibilità del ricorso innanzi all'ABF. Per una riflessione sulle eterogeneità delle fattispecie cfr. B. Petrazzini, Vendita di diamanti e responsabilità della banca , nota a Tribunale Verona, Sez. III, 23 maggio 2019, in Giurisprudenza italiana,2019, c.2450, la quale rileva che "E così è stato qualificata come prodotto finanziario (e assoggettata alla disciplina delle offerte fuori sede) un'operazione costituita dalla sottoscrizione di un contratto di compravendita di opere d'arte ad un prezzo scontato rispetto al prezzo di listino nel quale era prevista la facoltà per l'acquirente di risolvere il contratto e di ottenere, una volta scaduto il termine convenuto, la restituzione dell'importo superiore rispetto a quello versato al momento dell'acquisto e pari al prezzo di listino dell'opera d'arte ; o, ancora, e' stato assoggettato alla disciplina della sollecitazione all'investimento il contratto consistente nella consegna all'investitore di un diamante del valore ipotetico di mille euro, chiuso in un involucro sigillato, contro il versamento in denaro di identico importo, con l'impegno della società di riprendersi il prezioso dopo dodici mesi e di restituire il capitale maggiorato di ottanta euro".

07 Confronta ACF, decisione del 5.7.2017 in cui si è dichiarato inammissibile il ricorso presentato in data 9 . 5.2017.

sparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti"[08].

Come noto, le regole che sovraintendono l'attività di intermediazione finanziaria si radicano entro un duplice binario: da un lato, a livello sovranazionale, domina la qualificazione dei servizi di investimento specificamente prevista dalla Direttiva 2014/65/UE, MiFID II [09], mentre dall'altro, a livello nazionale, il riferimento normativo è rinvenibile nella disciplina contemplata nel Tuf che dispone un elenco chiuso di attività che devono necessariamente riguardare strumenti finanziari elencati anch'essi nei citati testi normativi [10].

Nel composito scenario così descritto, la commercializzazione di beni aventi come "sottostante" le pietre preziose merita maggiore attenzione in quanto trattasi di una categoria non inclusa negli strumenti finanziari così come definiti nella Direttiva Mifid II[11]; di conseguenza, la loro vendita o collocamento, anche se effettuata attraverso il canale bancario, non può qualificarsi come servizio di investimento e non può essere, altresì, sottoposta alle regole di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previste e stabilite dall'art. 21 del Tuf [12].

Appare, dunque, lecito domandarsi se, secondo una diversa prospettiva, i diamanti

---

08 In questo senso si esprime un comunicato della Banca d'Italia del 14.3.2018 ma si veda, in precedenza, Comunicazione Consob, n. 97006082, del 10 luglio 1997 ove si precisa che non rientrano nella nozione di prodotto finanziario "le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso".

09 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE. Il recepimento in Italia è avvenuto con il d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017.

10 Cfr. considerando n.3, Direttiva 2014/65/UE: "Negli ultimi anni sempre più investitori sono diventati attivi sui mercati finanziari e viene loro offerta una gamma ancora più ampia e complessa di servizi e strumenti. Alla luce di tali sviluppi il quadro giuridico dell'Unione dovrebbe comprendere l'intera gamma delle attività orientate agli investitori. A tal fine è necessario prevedere il grado di armonizzazione necessario per offrire agli investitori un elevato livello di protezione e consentire alle imprese di investimento di fornire servizi in tutta l'Unione, trattandosi di un mercato interno, sulla base della vigilanza del paese d'origine. La Direttiva 93/22/CEE è stata pertanto sostituita dalla Direttiva 2004/39/CE".

11 Sul punto si veda S. Alvaro, *Il quadro normativo italiano in tema di commercializzazione di pietre preziose presso lo sportello bancario*, In *Banca Impresa Società*, 2017, pag. 141 e ss. in part. 167.

12 Per una panoramica in merito alle regole di condotta degli intermediari finanziari si vedano R. Lener e Lucantoni, Commento art. 21 t.u.f., in M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, 375 ss.Ed ancora, P. Lucantoni, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milanofiori Assago, 2011,239 ss.. Cfr. altresì Tribunale di Monza, sentenza n.2342 del 21.11.2022 ove si afferma che "*Il parametro di riferimento per chi opera nel campo dell'offerta dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari al fine di valutare se i prodotti da raccomandare alla clientela siano adeguati è dato dalla chiara rappresentazione della reale misura della tolleranza del cliente al rischio e della sua capacità di sostenere eventuali perdite economiche*".

debbano essere considerati più propriamente prodotti finanziari ex art. 1, c. 1, lett. u, del Tuf e quindi si debbano qualificare come "qualsiasi altra forma di investimento di carattere finanziario" [13] ovvero "un investimento del risparmio" diretto alla aspettativa di un reddito, non influenzabile in modo decisivo dall'investitore e con assunzione di un rischio pur esso finanziario, in quanto derivante dalla stessa operazione di impiego di capitali"[14].

In tale prospettiva se la vendita di pietre preziose effettuata tramite l'intermediazione delle banche si possa qualificare come operazione di investimento di natura finanziaria, gli operatori finanziari sarebbero tenuti al rispetto della disciplina in materia di offerte al pubblico di cui all'art. 1, comma 1, lettera v) e all'art. 94 del Tuf, nonché alle norme dettate per le offerte fuori sede.

2. La commercializzazione dei diamanti da investimento e il ruolo delle autorità di vigilanza

Nell'ordinamento nazionale, come noto, i poteri di vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento, anche se effettuati da banche, sono ripartiti tra la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (*infra* Consob) per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti nei confronti della clientela, e la Banca d'Italia, con riguardo al contenimento dei rischi, alla stabilità patrimoniale e alla sana e prudente

13 Come noto la nozione di strumento finanziario è frutto di una evoluzione che affonda le sue radici dal concetto di titolo di credito, sino ad arrivare all'attuale definizione che tiene conto delle definizioni contenute nella Direttiva MiFID II. Con la l. 216 del 1974, cd. minirifiorma del 1974, venne fornita una definizione di *valore mobiliare* nella quale erano ricomprese quattro tipologie fondamentali di documenti o certificati: i)ogni documento che rappresenti diritti di società, associazioni o imprese; ii) ogni documento rappresentativo di un credito o di un interesse negoziabile e non; iii) ogni documento rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari; iv) ogni documento idoneo a conferire diritti di acquisto di uno dei valori mobiliari indicati nei punti precedenti. In seguito con il Decreto D. lgs. 415 del 1996, cd. Eurosim, in attuazione della Direttiva sui servizi di investimento (93/22), venne introdotto il concetto di strumento finanziario, poi ripreso nel TUF, al quale venne affiancata la nozione di prodotto finanziario. Con la MiFID I è stato recuperato il concetto di valore mobiliare quale sottocategoria degli strumenti finanziari. Si affinano le fattispecie e si introduce la categoria delle quote di emissione. Dal comma 2, art. 1 del Tuf per strumento finanziario si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I. Per un approfondimento si vedano, R. Lener, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali,* in *Banca e borsa tit. cred.*, I, 1997, p. 326 ss. R. Lener – E. Gabrielli, *Valori mobiliari e strumenti finanziari, Mercati e strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la Mifid,* in E. Gabrielli e R. Lener, (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milanofiori Assago, 2011, p. 14 ss. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare,* Torino, 2021, pag. 104. A. Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, pag. 21 e ss. R. Costi, *Il mercato mobiliare,* Torino, 2018, pag. 7 e ss

14 M. Miola, *Obblighi degli offerenti*, in *Testo unico della finanza - Commentario* (diretto da Campobasso), Torino, 2002, *sub.* art. 94, p. 798 e ss.

gestione degli intermediari [15].

Peraltro oltre alla disciplina dei servizi di investimento, che regola i rapporti tra gli intermediari finanziari autorizzati e i singoli clienti, esiste anche la disciplina delle offerte al pubblico di prodotti finanziari, che regola gli obblighi di trasparenza di chi propone al pubblico un' offerta di potenziali investitori che, come noto, a differenza della prestazione di servizi di investimento, non è un' attività riservata ma richiede, previa autorizzazione della Consob, la redazione e la pubblicazione di un prospetto contenente le informazioni sull' offerente e le caratteristiche del prodotto finanziario offerto[16].

L'offerta al pubblico è disciplinata dal Regolamento (UE) 2017/1129, c.d. Regolamento Prospetto, dagli atti delegati adottati dalla Commissione Europea, dal Tuf e dal Regolamento Consob n.11971/1999,come nel tempo modificato.

Si tratta, essenzialmente, di un invito che può riguardare sia strumenti finanziari di derivazione europea, sia prodotti finanziari "*atipici* " secondo la concezione "domestica" di prodotto finanziario. Come anticipato poc'anzi, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera u) del Tuf, per "prodotto finanziario" si intendono gli "strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di carattere finanziario", nozione che, secondo il consolidato orientamento della Consob, implica la presenza di tre elementi contigui: (i) un impiego di capitale; (ii) una promessa/aspettativa di rendimento finanziario; (iii) l'assunzione di un rischio connesso all' impiego di capitali [17] .

Anticipando ciò che verrà approfondito nel corso del lavoro, è necessario evidenziare

15 Si tratta di un sistema di vigilanza che è stato definito "funzionale", poiché alle stesse vengono attribuiti compiti e funzioni che non vengono relazionati in base ai soggetti sottoposti al controllo ma che dipendono, in realtà, dalla natura e dalle verifiche svolte dalle Autorità stesse. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020, pag. 57. Ed ancora, M.VENTORUZZO – S. ALVARO, *I poteri di vigilanza e di intervento della Consob,* in M. Cera– G. Presti (diretto da), *Il testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, p. 2080 ss.

16 Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato e che abroga la direttiva 2003/71/CE. Sul punto per un'ampia analisi del tema P. LUCANTONI, *L' informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato, Milano,2020.*

17 Specificatamente, la finanziarietà del rendimento costituisce la stessa causa del contratto, rendendo quest'ultima determinante nel riconoscimento di un investimento di natura finanziaria. In altri termini, occorre stabilire se, nell'ambito del programma contrattuale che l'offerente intende proporre, possa rinvenirsi una "causa finanziaria" e quindi che l'oggettivo interesse economico sottostante all'impiego di denaro prescinda da qualsiasi finalità di godimento. Sul punto si veda la Comunicazione CONSOB 16.4.2008, n. DEM/8035334. Inoltre, tra i recenti arresti della giurisprudenza che hanno evidenziato la causa finanziaria dell'investimento, si richiama la Cass. pen. Sez. II, 10/11/2021, n. 44337, ove è stato statuito che: «Il bitcoin può ritenersi un prodotto finanziario qualora, sia acquistato con finalità d'investimento, con la conseguenza che la valuta virtuale, quando assume la predetta funzione, e cioè la causa concreta, di strumento d'investimento e, quindi, di prodotto finanziario, va disciplinata con le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. TUF), le quali garantiscono attraverso una disciplina unitaria di diritto speciale la tutela dell'investimento».

fin da ora che a partire dall'ottobre 2016, la Consob ha avviato indagini sia sugli operatori che proponevano la vendita di diamanti tramite siti web, sia sugli operatori che ne proponevano la vendita tramite istituti di credito, al fine di valutare se tale attività fosse stata svolta ai sensi della Comunicazione Consob del 6 maggio 2013 recante "*Vendita di diamanti attraverso l'intermediazione di istituti di credito*", ovvero se integrasse un' attività di offerta al pubblico di prodotti finanziari[18]. Proprio con riferimento alla regolamentazione delle offerte al pubblico di prodotti finanziari, l'Autorità è giunta a constatare che la vendita di diamanti attraverso il canale bancario non conteneva "meccanismi contrattuali", quali, ad esempio, promesse di restituzione, obblighi di riacquisto o vincoli al godimento del bene che potessero delineare la ricorrenza di un'offerta di un bene finanziario e, quindi, fattispecie di diretta competenza della Consob[19].

In tale occasione veniva esplicitato che un investimento ha natura finanziaria quando, oltre ad un impiego di capitale e all' assunzione di un rischio ad esso connesso, una promessa/aspettativa di un ritorno di natura può essere trovato finanziario[20]. Secondo tale orientamento, un'operazione per essere considerata finanziaria deve essere valutata sulla base di accordi oggettivi e/o meccanismi contrattuali relativi all'operazione di volta in volta considerata e non ricercati nell'intenzione/motivo soggettivo che spinge

18 Consob, *Vendita di diamanti tramite intermediazione di istituti di credito – richiesta di chiarimenti e formulazione di quesiti*, Comunicazione n. DTC/13038246, 6 maggio 2013, in https://www.consob.it

19 Cfr. F. Savasta, *Natura finanziaria dei diamanti e ruolo della Consob, cit.*, pag. 1114 il quale osserva che: « Vi sono diversi orientamenti Consob inerenti l'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita di prodotti e strumenti finanziari, ma risalta all'attenzione, per via dell'analogia con il caso in esame, la Comunicazione Consob del 4 ottobre 2012, n. 12079227, inerente specifici prodotti finanziari rientranti nell'ambito del commercio di "oro". La Consob, nell'operazione contrattuale avente ad oggetto l'oro, diversamente dai diamanti per i quali si prospettava l'immissione in possesso del risparmiatore, ha escluso la natura finanziaria dell'operazione in quanto ha ritenuto che non potesse qualificarsi come "rendimento di natura finanziaria" l'eventuale apprezzamento (o deprezzamento) della *res* materiale oggetto della vendita (oro) dovendosi, nella fattispecie, escludersi l'assunzione di un rischio di perdita del capitale. Per i sopracitati "conti metallo", la Consob ha ritenuto non sussistere i caratteri minimi e necessari per ricondurre la fattispecie in esame all'interno della nozione di "appello al pubblico risparmio in prodotti finanziari", rammentando che, come più volte precisato dalla Commissione non rientrano nella nozione di sollecitazione «*le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso*» e che «*si è in presenza di un investimento finanziario, come contrapposto ad un investimento di consumo, tutte le volte in cui il risparmiatore* [...] *conferisce il proprio denaro con un'aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite*».

20 Ossia un profitto consistente nell'incremento delle risorse investite, già previsto al momento dell'instaurazione del rapporto contrattuale, derivante principalmente dalle azioni imprenditoriali o gestionali svolte da terzi nei confronti dell' acquirente del prodotto.

l'acquirente ad utilizzare i propri soldi [21].

Considerando che dalle prime indagini svolte è emersa la potenziale competenza di altre Autorità, la Consob stessa, ha avviato contatti con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e con la Banca d'Italia, in merito alle modalità e alle circostanze che stavano accompagnando la commercializzazione di diamanti, soprattutto da parte di società che si avvalevano di noti istituti di credito e che potevano presentare rischi non immediatamente percepibili dal pubblico coinvolto [22].

La Consob ha ribadito che la vendita di diamanti, effettuata anche attraverso il canale bancario, non costituisce offerta al pubblico di prodotti finanziari laddove: (i) la sottoscrizione dei contratti di acquisto di diamanti determini il trasferimento di un pieno diritto di proprietà sui beni nelle mani dell'acquirente, posto che quest'ultimo è immediatamente posizionato nel pieno ed esclusivo diritto di disporre e godere della proprietà, senza vincoli o limitazioni al godimento degli stessi; (ii) non risulta l'esistenza di certificati rappresentativi dei diritti dei titolari, destinati eventualmente a circolare all'interno di un "mercato secondario" appositamente organizzato; (iii) non esiste un accordo di riacquisto da parte del venditore (a un prezzo più alto); (iv) non è proposta, in favore dell' acquirente che decida di disporre dei diamanti, una specifica forma di rendimento diverso, legato e/o aggiuntivo al valore del bene acquistato[23].

---

21 Cfr. F.F.Marino, Contratto di commercializzazione di diamanti: responsabilità contrattuale dell' intermediario bancario tra contatto sociale qualificato e contratto di mediazione, cit., in part. 1249 ove si chiarisce che «La natura dell'operazione conclusa va dunque ricercata nelle oggettive pattuizioni e/o meccanismi contrattuali correlati all'operazione di volta in volta considerata, posto che l'obiettivo di conseguire un lucro è presente sia nelle operazioni finanziarie propriamente dette sia nelle operazioni di natura eminentemente commerciale. Pertanto, non ricorrendo i presupposti indicati, la fattispecie della presente disamina non può qualificarsi come offerta di un prodotto finanziario, ma eventualmente offerta da parte della banca di un mero bene di consumo". Per la ricostruzione dettagliata della vicenda cfr. Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Audizione della Consob sulla vicenda della vendita dei diamanti tramite il canale bancario, Prof. P. Savona, Presidente della Consob Dott. M.Lorenzoni, Responsabile della Divisione Tutela del Consumatore, Roma, 15 marzo 2022.

22 Come noto "non è un caso eccezionale che le autorità di vigilanza collaborino fra loro", così espressamente R. Lener, *Il modello di vigilanza italiano sui mercati finanziari nel contesto europeo*, in F. Capriglione (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, pag. 697 e ss. Sulle questioni inerenti il raccordo CONSOB-AGCM con riferimento agli illeciti plurioffensivi – a pregiudizio rispettivamente del corretto funzionamento del mercato finanziario e del consumatore – che coinvolgono entrambe le Autorità v. per tutti A. Genovese, *Pratiche commerciali scorrette e servizi di investimento*, in *La direttiva consumer rights. Impianto sistematico della Direttiva di armonizzazione massima*, a cura di Giustolisi, 2017, Roma, p. 95; Id., *Profili di public e private enforcement dei divieti di pratiche commerciali scorrette. Anche con riferimento ai settori regolati*, in *Giur. Comm.*, 2022, pag. 766 e ss., in part. 786, ove l'A. evidenzia che: "Il Protocollo definisce forme di coordinamento dei rispettivi interventi, di attività di reciproca segnalazione, di scambio di documenti e informazioni, e prevede un gruppo di lavoro permanente sull'attuazione dello stesso nonché sulla procedura di rilascio del parere della Banca d'Italia all'AGCM".

23 Tutto ciò, nel solco di un consolidato orientamento ultraventennale con la propria comunicazione del 2013, cfr. *Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario,* Audizione della Consob sulla vicenda della vendita dei diamanti tramite il canale bancario, cit., p. 8

3. Segue: il ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e della Banca d'Italia

La vicenda ha, in seguito, visto un importante coinvolgimento di altre Autorità poiché in base all'art. 27, c.1-bis Codice del Consumo, anche nei settori regolati la competenza ad intervenire nei confronti delle condotte dei professionisti che integrano una pratica commerciale scorretta, fermo restando il rispetto della regolazione vigente, spetta, in via esclusiva, all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, che la esercita acquisito il parere dell'Autorità di regolazione competente [24]. Tale previsione ha inteso affermare la competenza esclusiva della AGCM anche nei settori regolati e, quindi, nei settori delle assicurazioni, delle banche, e dei servizi finanziari e d'investimento, previa, tuttavia, l'obbligatoria acquisizione del parere dell'Autorità di regolazione competente[25].

Nel settore di propria competenza dunque, in forza della previsione appena illustrata, l' Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato avviò un procedimento istruttorio per pratiche commerciali scorrette concernenti le modalità di promozione e vendita dei cosiddetti "diamanti da investimento" da parte di alcune società specializzate attraverso il canale bancario [26].

All'esito di due istruttorie, l'Autorità ritenne gravemente fuorvianti ed omissive le modalità con cui venivano offerti diamanti da investimento: le pratiche scorrette osservate in entrambe le società riguardavano informazioni fuorvianti e omissive diffuse attra-

24 Ai sensi dell'articolo 19, c. 3, del medesimo Codice

25 Cfr. Consiglio di Stato, Pronuncia n. 02081/2021, pubblicata l'11.3.2021, sul ricorso proposto da Banco Bpm S.p.A. contro Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato. La disposizione in questione è stata inserita nel Codice del Consumo dall'art. 1, co. 6, lett. a), del d.lgs. 21.2.2014, n. 21 per superare la procedura di infrazione avviata dalla Commissione Europea (lettera di messa in mora del 17.10.2013), che si fondava sul precedente criterio di riparto della competenza a sanzionare le pratiche commerciali scorrette basato sul principio di specialità (introdotto dall'art. 23, co. 12- quinquiesdecies, d.l. n. 95/2012 conv. in l. n. 135/2012) e che affidava alle autorità di settore le relative competenze. Peraltro, come noto, le Autorità possono disciplinare con protocolli di intesa gli aspetti applicativi e procedimentali della reciproca collaborazione, nel quadro delle rispettive competenze.

26 Direttiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2005 relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio, le direttive 97/7/CE, 98/27/ CE e 2002/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e il Regolamento (CE) n. 2006/2004 del Parlamento Europeo e del Consiglio, "Direttiva sulle pratiche commerciali sleali". Secondo l'art.5 della direttiva "Una pratica commerciale è sleale se: a) è contraria alle norme di diligenza professionale, e b) falsa sostanzialmente o è idonea a falsare il comportamento economico riguardo al prodotto del consumatore medio al quale raggiunge o al quale è rivolta, ovvero del membro medio del gruppo quando una pratica commerciale è diretta ad un determinato gruppo di consumatori".

Cfr. Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Audizione del Direttore Generale della Banca d'Italia L.F. Signorini, Roma, 8 febbraio 2022, che rileva che la competenza dell'AGCM a intervenire sul fenomeno della commercializzazione dei diamanti ha trovato conferma nella giurisprudenza amministrativa, cfr. Tar Lazio 10967 del 14.11.2018.

verso i siti web delle società coinvolte e il materiale promozionale dalle stesse predisposto. Informazioni fuorvianti riguardavano il prezzo di vendita dei diamanti, il diritto di recesso e la scelta del foro competente in caso di controversia e, nell'insieme, tali condotte costituivano una pratica commerciale scorretta ai sensi della disciplina dettata nel Codice del Consumo[27].

Stante l'eco anche mediatica della vicenda, all'intervento delle predette Autorità si è aggiunto anche quello della Banca d'Italia che, all'inizio del 2017 e nel 2018 ha adottato due comunicazioni indirizzate all'intero sistema bancario chiedendo riferimenti precisi sull'attività e sui presidi adottati per verificare se i rischi connessi alla commercializzazione dei diamanti da investimento da parte degli istituti bancari fossero adeguata-

27 Cfr. artt. 20, 21, comma 1, lettere b), c), d) ed f), nonché 23 , comma 1, lettera t), e 49, 50, 52, 54 e 66- bis del Codice del consumo la cui *ratio*, come noto, è quella di salvaguardare la libertà di autodeterminazione del destinatario di un messaggio promozionale da ogni erronea interferenza che possa, anche solo in via teorica e potenziale, incidere sulle sue scelte e sui riflessi economici delle stesse fin dal primo contatto pubblicitario, imponendo, dunque, all'operatore un preciso onere di chiarezza nella redazione della propria offerta.

Cfr. Sentenza del Consiglio di Stato n. 02085/2021 ove si afferma che "la pratica posta in essere concernente le modalità di prospettazione dell'acquisto di diamanti in tutto il materiale illustrativo diffuso attraverso il sito e attraverso il canale bancario integra la violazione in quanto contraria alla diligenza professionale ed idonea ad indurre in errore i consumatori relativamente: al prezzo ed al modo in cui viene calcolato – prospettato da IDB come quotazione di mercato; all'andamento del mercato dei diamanti ed alla vantaggiosità e redditività dell'acquisto prospettato, in comparazione con l'inflazione ed altri investimenti; alla certezza del rapido e certo disinvestimento in termini di facile liquidabilità del bene; alle qualifiche del professionista IDB che vanta una leadership europea". Veniva anche ravvisata la violazione delle norme poste a tutela dei consumatori sotto il profilo della "omessa indicazione dell'informativa sul diritto di recesso dovuta per i contratti negoziati al di fuori dei locali commerciali e la mancata messa a disposizione di un modulo tipo" e quello della "formulazione ... ambigua ed imprecisa, come tale suscettibile di distorta interpretazione da parte del consumatore" dell'indicazione del Foro competente". Più in dettaglio, Cfr. provvedimento AGCM PS10677, ove l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha ritenuto che i prezzi di mercato fossero prezzi di vendita liberamente determinati dalle società per un importo molto superiore al costo di acquisto e ai parametri di riferimento internazionali; l'andamento dei prezzi di mercato era l'andamento del prezzo di vendita delle società, su base annua e progressivamente incrementate dai venditori, e le prospettive di commerciabilità e rivendibilità erano legate solo alla possibilità che ciascuna azienda trovasse altri consumatori all'interno del proprio circuito. Le pietre venivano descritte come un investimento redditizio, sicuro e immediato mentre non c'era alcuna certezza circa il profitto che avrebbero portato, che comunque sarebbe stato realizzato solo a lunghissimo termine. L'Autorità certificò, inoltre, che gli istituti di credito, in qualità di principale canale di vendita dei diamanti per entrambe le società, avessero promosso gli investimenti presso una specifica categoria di loro clienti interessati ad acquistare diamanti e a diversificare i propri investimenti.

Secondo i risultati dell'indagine emerse che agli incontri tra le due società e i clienti presenziava il personale delle banche che offriva investimenti, con la conseguenza che tale condotta implementava la credibilità delle informazioni trovate nel materiale promozionale presentato dalle due società.

mente presidiati[28].

In quell' occasione la Banca d'Italia ha ribadito agli istituti di credito che, anche quando intendono fornire servizi la cui natura non sia bancaria e finanziaria, devono comunque prestare la massima attenzione al rispetto delle regole loro imposte e alle esigenze conoscitive dei clienti affinché questi ultimi ricevano tutte le informazioni necessarie ad effettuare eventuali operazioni in modo consapevole.

In particolare, nel caso della commercializzazione di diamanti, le banche, oltre a considerare le caratteristiche finanziarie dei clienti cui è rivolta la proposta di acquisto, devono assicurare adeguate verifiche sulla congruità dei prezzi e predisporre procedure volte a garantire la massima trasparenza informativa sulle caratteristiche delle operazioni segnalate, quali le commissioni applicate, l'effettivo valore commerciale e le

28 Cfr. Banca d'Italia, 14 aprile 2017 "*Segnalazione presso gli sportelli bancari di attività di vendita di diamanti da parte di società terze*"; cfr. Banca d'Italia, 14 marzo 2018 "*Operazioni di compravendita di diamanti effettuate attraverso gli sportelli bancari*".

Come richiamato da L.F. Signorini,*Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario,* Audizione del Direttore Generale della Banca d'Italia,cit., "la Banca d'Italia aveva peraltro avuto occasione di esprimersi sul tema della commercializzazione dei diamanti già nel 2009, in risposta a un quesito trasmesso dalla Banca Popolare di Puglia e Basilicata, che chiedeva chiarimenti in merito alla possibilità per la banca di offrire alla clientela il servizio di acquisto diamanti attraverso un accordo di collaborazione con una società specializzata. Nella risposta la Banca d'Italia, nel richiamare proprie indicazioni generali del 1998 in merito alle caratteristiche e alle condizioni delle "attività connesse", sottolineò che la banca avrebbe dovuto: i) valutare specificamente i rischi reputazionali ed operativi legati alla commercializzazione di diamanti, con specifica attenzione a eventuali comportamenti irregolari ovvero percepiti dalla clientela come poco attenti ai suoi interessi; ii) rivolgere particolare attenzione al rispetto della normativa antiriciclaggio; iii) selezionare adeguatamente lo "standing" della società con cui si intendeva stipulare accordi e definire clausole che consentissero l'interruzione del rapporto in caso di irregolare o insoddisfacente svolgimento dell'attività. La banca, a quel che risulta, abbandonò il progetto".

possibilità di rivendita delle pietre preziose[29].

In assenza di una piena sorveglianza dei rischi, è necessario che gli istituti bancari si astengano dallo svolgere questo tipo di attività; qualora, invece, dopo attenta e pienamente responsabile valutazione da parte del vertice aziendale, le banche intendano continuare ad operare, dovranno essere seguite specifiche cautele volte a mitigare i suddetti rischi quali : (a) l'identificazione, valutazione e monitoraggio delle diverse tipologie di tutti i rischi potenziali; b) la definizione di regole di comportamento volte a garantire che il servizio sia svolto secondo criteri di correttezza, professionalità e attenzione alle esigenze del cliente. Ciò richiede che siano adottate politiche commerciali interne volte a garantire che l'attività di *reporting* sia adeguata alle caratteristiche della clientela target e sia svolta entro limiti predefiniti. Dovrà inoltre essere assicurato il controllo sulla congruità dei prezzi e dovranno essere predisposte procedure atte ad assicurare la massima trasparenza delle informazioni sulla natura, sui costi e commissioni applicate, sull'effettivo valore commerciale, sulla liquidità e sui rischi inerenti all'investimento; c) l'adozione di modalità operative idonee a prevenire comportamenti distorsivi da parte della rete commerciale in termini di remunerazione.

Tale presa di posizione, peraltro, implica una riflessione circa la possibilità di inquadrare l'attività di commercializzazione dei diamanti da parte delle banche nelle attività connesse da esse svolte: come noto, oltre all'attività bancaria in senso stretto ad esse riservata, è possibile, ai sensi dell'art. 10 del Tub, lo svolgimento anche di "ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali" [30].

29 Cfr. Banca d'Italia, 15 dicembre 2021 "*La compravendita di diamanti attraverso canali bancari e il ruolo della Banca d'Italia*". Peraltro, dalle indagini condotte dall' AGCM, Cfr. *provvedimento AGCM PS10677*, emergeva invece che, "I funzionari avrebbero rassicurato i consumatori, che rappresentavano alla banca le loro perplessità, facendo leva sul rapporto di fiducia intercorrente tra le parti, a volte anche per un periodo di tempo considerevole. Alcuni reclami evidenziano la fiducia riposta dai consumatori nei dipendenti dell'intermediario, tale da indurli ad acquistare le gemme su suggerimento degli stessi, vista la durata – anche superiore al decennio – del rapporto tra le parti". Secondo l'Autorità, gli impiegati delle filiali proponevano ai propri clienti, nel corso di colloqui di consulenza sugli investimenti, l'acquisto di diamanti secondo le modalità indicate dalla "IDB", provvedendo ad illustrare la brochure informativa e successivamente curando la compilazione del modulo di acquisto, nonché organizzando gli incontri con il personale della "IDB" e curando direttamente la custodia della pietra, qualora non fosse stata affidata alla stessa "IDB". In sintesi, le modalità con le quali si svolgeva l'offerta permisero, secondo l'Autorità, l'attuazione della condotta scorretta della "IDB", con la quale era in atto un accordo di collaborazione. L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha inoltre accertato la violazione da parte delle società dei diritti contrattuali dei consumatori in materia di diritto di recesso e, per la Intermarket Diamond Business SpA, anche delle disposizioni sulla competenza giurisdizionale in materia di controversie.

30 Cfr. P. FERRO-LUZZI, *La "connessione" delle attività connesse*, in *Banca, borsa, titoli di credito*,2001, I, p.145; Cfr. G. DESIDERIO, *L'attività bancaria*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, F. Capriglione (a cura di),Padova, 2015,spec. p.274 il quale sottolinea "che nonostante l'avversativa "o" nessuna alternativa tra esse sembra plausibile".

E i poteri di regolazione e di vigilanza della Banca d'Italia, essendo diretti ad assicurare la "gestione sana e prudente, la trasparenza delle operazioni e dei servizi offerti e la correttezza delle relazioni con la clientela", non possono che concernere l'intera sfera delle attività realizzate dagli enti creditizi in ambito finanziario, poiché è dal complesso di tali attività che dipende la stabilità del sistema. Sollecitata sul punto, nel 2011 la Banca d'Italia ribadì tra l'altro che l'attività di commercializzazione attraverso il canale bancario poteva considerarsi attività "connessa" a quella bancaria e che restava nella completa discrezionalità e responsabilità degli intermediari scegliere se svolgerla o meno in base a precise valutazioni[31].

La giurisprudenza sul punto ha registrato posizioni non univoche poiché una prima posizione appariva incline a considerare la commercializzazione dei diamanti tramite il canale bancario come un'attività connessa rispetto a quella bancaria tipica, e dello stesso avviso appaiono le posizioni dell'ABF[32], ma recenti posizioni espresse dalla giurisprudenza amministrativa hanno avuto occasione di evidenziare che "la disciplina di trasparenza e correttezza sui servizi di investimento non è di per sé applicabile alla vendita di diamanti o altri beni materiali anche se avviene attraverso il canale bancario né, in tali casi, è prevista la pubblicazione di un prospetto" e di conseguenza la segnalazione della possibilità di acquisto di diamanti non costituisce di per sé un'attività finanziaria e ne consegue che né le disposizioni, né i controlli della Banca si applichino ad esso". Tale affermazione ha indotto a ritenere che ci si trovi anche al di fuori delle c.d. attività "connesse o strumentali" ma si tratti di un'attività di mera intermediazione per l'acquisto e la vendita di un bene, nel caso di specie rappresentato dai diamanti, completamente estranea all'ambito regolamentato e come tale non soggette alla vigilanza

31 Cfr. *Dipartimento Vigilanza Bancaria e finanziaria, servizio tutela dei clienti e antiriciclaggio Segnalazione presso gli sportelli bancari di attività di vendita di diamanti da parte di società terze*, 14.04.2017 ove la Banca d'Italia ribadisce che "Non essendo un'attività bancaria o finanziaria, essa può essere svolta dalle banche esclusivamente quale attività connessa o strumentale". Ai sensi dell'articolo 51, comma 1, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, si chiede alle banche che svolgono attività di segnalazione di vendita di diamanti di fornire puntuali riferimenti in merito a:(i) le valutazioni condotte dalle funzioni competenti a supporto della decisione di offrire il servizio, anche ai fini della individuazione degli elementi di connessione o strumentalità con l'attività bancaria e finanziaria;(ii) il contenuto degli accordi con le società specializzate in diamanti; (iii) i volumi operativi, in termini di controvalore e di numero clienti, realizzati nell'ultimo anno, i criteri di selezione della clientela e gli eventuali effetti sulle politiche di remunerazione del personale;(iv) i presidi organizzativi e di controllo, ivi compresi quelli antiriciclaggio, adottati per il contenimento dei rischi legali e reputazionali che potrebbero derivare alla banca dall'attività in argomento".

32 Decisione N. 22690 del 29 ottobre 2018, cit.

e al controllo della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 5 TUB[33].

Certamente la questione andrà chiarita maggiormente non potendo rimanere incertezza su un punto così dirimente circa la esatta qualificazione giuridica dell'attività di cui si discute ma, da quanto premesso, si può ben comprendere la *ratio* sottesa alla circostanza che in Italia, chi ha acquistato diamanti sia stato tutelato dalla normativa in materia di consumo ed in particolare dalla normativa a tutela delle pratiche commerciali scorrette.

Inoltre, come rilevato dalla giurisprudenza amministrativa " e' dunque indubbio che il cliente al momento dell'acquisto fosse persuaso del fatto che l'operazione nel suo complesso e le informazioni rese sull'investimento fossero verificate, e quindi "garantite", dalla banca[34].

L'affidamento derivante dalla circostanza che l'opportunità dell'acquisto dei diamanti venisse presentata al cliente come forma di investimento dalla propria banca – e dal proprio referente di fiducia – emerge anche dal fatto che i reclami, in gran parte, sono stati presentati alle banche, proprio in quanto percepite come controparti di prima istanza. In base all'art. 5, comma 3, del Codice del Consumo "le informazioni al consumatore, da chiunque provengano, devono essere adeguate alla tecnica di comunicazione impiegata ed espresse in modo chiaro e comprensibile, tenuto conto anche delle modalità di conclusione del contratto o delle caratteristiche del settore, tali da assicurare la consapevolezza del consumatore".

4. Esigenza di disciplina in materia di strumenti finanziari atipici: quale ruolo per il legislatore eurounitario?

La giurisprudenza nel pronunciarsi sui profili di responsabilità degli istituti ha sottolineato che gli attori erano qualificabili come consumatori con ridotto grado di propensione al rischio, privi di competenze in materia di commercio di preziosi, e risultavano

33 La soluzione innanzi delineata risulta indirettamente confermata dalla stessa Banca d'Italia che nel comunicato stampa del 14 marzo 2018 ha dichiarato che alla commercializzazione dei diamanti attraverso il canale bancario non si applicano le tutele di trasparenza previste per la clientela dal Testo unico bancario e che la commercializzazione di diamanti non costituisce attività bancaria o finanziaria.

Inoltre, la soluzione che precede risulta conforme all'orientamento della giurisprudenza espressasi in casi similari, cfr. Cons. St., 25 giugno 2019, n. 4357 e Cons.Stato,11 dicembre 2017, n. 5795.

Per l'approfondita analisi delle attività connesse si veda U.MORERA, E.MARCHISIO, *Sulle attività connesse ex art. 10,comma 3,Tub, in Banca Borsa titoli Credito, 2018,p. 717,e spec. 71,* ove gli Autori chiariscono che " il lemma "connessione" appaia normalmente utilizzato al fine di assoggettare alla disciplina di specifiche attività altre attività, diverse dalle prime ma a queste legate da una particolare relazione (di connessione, appunto) . In tal senso, il lemma richiama dunque un concetto relazionale".

34 Pronuncia del Consiglio di Stato n. 02085/2021

aver agito in piena buona fede, sollecitati all'acquisto dagli stessi dipendenti bancari [35].

Appare innegabile che il rapporto fiduciario esistente tra cliente e referente bancario nonché il generale credito riposto nella serietà e credibilità della banca siano stati elementi determinanti la decisione finale di acquisto, avendo del tutto verosimilmente, generato un legittimo affidamento circa la correttezza delle informazioni fornite.

Nel caso specifico si prospetta la responsabilità della banca per violazione dei c.d. obblighi di protezione e informazione a salvaguardia dell'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dal carattere protetto dell'attività di intermediazione mobiliare da valutarsi ex art.1176, c.2, sulla base della specifica attività professionale esercitata.

Il riferimento ovviamente è al rapporto di "contatto sociale" che si instaura tra intermediario e cliente, nell'ambito del quale l'intermediario assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente e a tutela del suo legittimo

35 Cfr. Tribunale di Brescia, sentenza n.3348/2023. Sembra peraltro trovare conferma la circostanza che, ad oggi, la nozione di investitore, inteso come cliente al dettaglio e, quindi, cliente non professionale nell'ambito della disciplina dettata dalla Direttiva MiFID II, e quella di consumatore siano parzialmente equiparate "in virtù della comune posizione di debolezza in cui si trovano". Sulla base di questo presupposto si può affermare che, in linea con la tendenza del diritto europeo, l'investitore non professionale si presenta come una sorta di consumatore di prodotti finanziari. In tale prospettiva, la definizione dell' art. 3 del Codice del Consumo, che definisce la nozione di consumatore, può ritenersi idonea anche a delimitare l'ambito soggettivo riferibile ad un investitore-risparmiatore che, agendo per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta, si rivolge ad un intermediario per l'esecuzione delle operazioni finanziarie. Sebbene la linea di demarcazione sia quindi mobile ed effimera, il punto decisivo sembra vertere su un presupposto di assoluta debolezza per il consumatore, mentre per l'investitore si basa sul livello di esperienza professionale maturata e giustifica una diversa modulazione di tutela e sui principi di agire onestamente, equamente e professionalmente e sull'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti.

Occorre in tal senso tener presente quanto affermato da M.Rabitti e F.Bassan, *L' evoluzione del consumatore: dal consumatore medio al consumatore attivo*, in Liber Amicorum Laura Ammannati, in Rivista Trimestrale di diritto dell'economia, Supplemento al n.1/2024,p.154 ss ove si afferma che la nozione di consumatore " trova ormai solo parzialmente nel Codice del Consumo la disciplina utile a regolare la materia. A segnare il superamento dell'impianto del Codice del Consumo è stata, più di ogni altra cosa, la complessità che sempre più caratterizza la figura del "consumatore", a cui non corrisponde solo la nozione unitaria e generale del consumatore, che la disciplina definisce come la persona fisica che agisce per scopi estranei alla propria attività professionale, come previsto dall'art. 3 del codice del consumo e come rivendicato con forza dalla Corte di Giustizia UE che resta fedele a questa nozione, con appena una crescente flessibilità. Questa figura di riferimento si è andata infatti specificando nel tempo attraverso una serie di aggettivazioni che hanno introdotto nozioni diverse, a seconda del contesto in cui il consumatore è preso in considerazione, facendone una figura plastica che si definisce con variabili diverse e caratterizzanti.

affidamento[36].

Poiché sempre più diffusa appare la commercializzazione con finalità di investimento di strumenti finanziari atipici, da quanto illustrato, appare evidente che ci si trovi di fronte ad una importante lacuna che meriterebbe di essere colmata. A seguito dei noti avvenimenti che negli ultimi anni hanno minato il rapporto di fiducia tra cliente e intermediario, uno dei problemi che richiede maggiore attenzione da parte degli operatori risiede proprio nella ricostruzione di tale rapporto [37].

Il momento storico e le istanze degli investitori *retail* dovrebbero esercitare una spinta nei confronti della legislazione eurounitaria che dovrebbe regolamentare questi prodotti finanziari atipici al fine di garantire la migliore protezione agli investitori, piuttosto

36 Sulla responsabilità da contatto sociale cfr. *ex multis* 22 gennaio 1999 n. 589 in riferimento alla responsabilità del medico nei confronti del paziente; Cass., Sez. Un., 26 giugno 2007, n. 14712, ove si afferma che la responsabilità della banca negoziatrice di assegno non trasferibile per il pagamento a soggetto non legittimato ha natura contrattuale, per violazione di un obbligo di protezione preesistente, specifico e volontariamente assunto, e la relativa azione risarcitoria è soggetta al termine ordinario di prescrizione. Cfr. Cass., 13 ottobre 2017,n. 24071, Cass. SU 12477/2018. Alla responsabilità da contatto qualificato va applicata la disciplina propria della responsabilità di natura contrattuale, cfr. Cass. Sez.U.,Ordinanza n.28979 del 17 dicembre 2020.

37 Per un'analisi dell'attuale coinvolgimento dell'investitore al dettaglio nel panorama finanziario si veda F.ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets.* June 2023, reperibile su http://www.europarl.europa.eu/supporting-analyses e dove l'A. evidenzia a pag. 13 che: «L'attuale livello di coinvolgimento e partecipazione degli investitori al dettaglio nei mercati finanziari è, attualmente, piuttosto basso. Secondo i risultati del Rapporto, poco più di un quarto (28%) della popolazione di cittadini bancarizzati nei 10 paesi coperti dall'indagine ha già investito in prodotti finanziari, mentre un altro quarto degli intervistati stava cercando attivamente di investire (11%) o era interessato a investire i propri risparmi (14%). Tuttavia, quasi un quarto degli intervistati (23%) non era interessato a fare investimenti finanziari, pur avendo dei risparmi. Per questo segmento, la relazione conclude che "sarebbero necessarie misure diverse dalla divulgazione o dalla consulenza se l'intenzione politica è quella di rendere gli investimenti più attraenti per loro, in quanto questi raggiungono solo la popolazione che sta già esaminando gli investimenti". Come cercheremo di dimostrare, è difficile non essere d'accordo con questa affermazione. L'Europa ha uno dei tassi di risparmio individuale più elevati al mondo, con le famiglie dell'area dell'euro che hanno accantonato in media circa il 12,4% del loro reddito disponibile lordo tra il 2013 e il 2019. A titolo di riferimento, nello stesso periodo, gli investitori retail negli Stati Uniti hanno risparmiato circa il 7,2%. del loro reddito. Tuttavia, nonostante un livello di risparmio così elevato, il tasso di partecipazione degli investitori al dettaglio è inferiore rispetto ai mercati degli Stati Uniti o di altri mercati sviluppati. Per comprendere le ragioni di tale divergenza, gli esperti identificano tre principali fattori trainanti degli investimenti al dettaglio nelle economie: i) alfabetizzazione finanziaria; ii) la scadenza dei mercati dei capitali; e iii) il sistema pensionistico. La partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati finanziari è inoltre strettamente connessa alla nozione più ampia di "inclusione finanziaria", che può essere definita come "il processo volto a garantire un accesso abbordabile, rapido e adeguato a un'ampia gamma di prodotti e servizi finanziari, nonché la proliferazione del loro utilizzo in tutte le parti della società, con particolare attenzione ai gruppi vulnerabili; attraverso l'attuazione di approcci esistenti e innovativi, come i programmi di alfabetizzazione finanziaria". L'inclusione finanziaria combina elementi quali l'educazione o l'alfabetizzazione finanziaria e la protezione dei consumatori, che contribuiscono entrambi a una partecipazione più responsabile e attiva dei consumatori finanziari al dettaglio ai mercati finanziari.

che lasciare ai singoli Stati membri incertezze nell'applicazione della disciplina. In linea con l'obiettivo della Commissione Europea di "un'economia al servizio delle persone" e come annunciato nel programma di lavoro 2023, la Commissione sta cercando di garantire che il quadro giuridico per gli investimenti al dettaglio conferisca sufficiente potere ai consumatori, incoraggi risultati di mercato migliori e più equi e in definitiva crei le condizioni necessarie per aumentare la partecipazione degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali.

Volendo soffermarsi anche su quanto in materia affermato dalle autorità di vigilanza sovranazionali appare all'uopo opportuna una riflessione su quanto osservato dall'Esma in merito ad imprese di investimento che offrono prodotti e/o servizi che non rientrano nell'ambito della regolamentazione dei servizi finanziari nell'Unione europea ma che vengono offerti agli investitori come alternative di investimento agli strumenti finanziari così come definiti e regolamentati dalla direttiva MiFID II [38].

In tali casi si prospetta il significativo rischio che gli investitori possano fraintendere le tutele di cui godono quando investono in tali prodotti e/ o servizi non regolamentati e che non siano consapevoli del fatto che la disciplina prevista dalla normativa sui servizi di investimento non si applica ai prodotti o servizi non regolamentati.

In particolare, l'Esma ha osservato che i maggiori pericoli nei quali è possibile incorrere quando ci si avvicini a prodotti e/o servizi non regolamentati riguardano soprattutto la possibilità per gli investitori di essere indotti in errore riguardo al livello di protezione loro accordato[39] .

In aggiunta l'Autorità evidenzia anche la possibilità che gli investitori vengano confusi o i prodotti siano venduti in modo improprio poiché alcune società di investimento potrebbero incoraggiare la confusione tra prodotti e servizi regolamentati e non regola-

38 Cfr. Esma Statement del 25 maggio 2023, 35_36_2813

39 L' Autorità si riferisce in particolare all'ipotesi in cui i prodotti e/o i servizi non regolamentati siano forniti sulla stessa pagina web di quelli regolamentati, dove il sito web dell'impresa di investimento non sia chiaro e possa generare confusione per gli investitori in merito a lo status normativo dei prodotti/servizi venduti.

mentati [40].

Per ovviare a tale circostanza l'Autorità Europea raccomanda alle imprese medesime sia di adottare tutte le misure necessarie per garantire che i clienti siano pienamente consapevoli dello status normativo del prodotto/servizio che stanno ricevendo sia di comunicare chiaramente ai clienti quando le tutele normative non si applicano al prodotto o al servizio fornito.

In ogni caso nel prestare servizi di investimento le imprese di investimento devono agire in conformità ai requisiti dell'art. 24 della Direttiva Mifid II, in particolare c.1 e c.3 e garantire di agire in modo equo, professionale e nel miglior interesse del cliente.

Come sottolineato nel quadro della *Retail Investment Strategy* la Commissione teme che i mercati dei capitali non soddisfino sufficientemente le esigenze di finanziamento a lungo termine dei cittadini europei; in conseguenza di ciò ha individuato una serie di problemi significativi che riducono la capacità degli investitori al dettaglio di trarre pieno vantaggio dai mercati dei capitali. Dai risultati analitici è emerso che gli investitori al dettaglio hanno difficoltà ad accedere a informazioni sui prodotti di investimento pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili che li aiutino a fare scelte di investimento informate e sono altresì esposti a un rischio crescente di essere influenzati in modo inappropriato da informazioni di marketing non realistiche attraverso canali digitali e pratiche di marketing ingannevoli.

Anche sul punto l'Esma non ha mancato di intervenire e, consapevole del ruolo determinante che le comunicazioni di marketing e gli annunci pubblicitari possono svolgere nell'influenzare il comportamento dei consumatori e le loro decisioni di investimento, sollecita le Autorità nazionali a vigilare al fine di valutare l'applicazione da parte delle imprese di investimento e degli istituti di credito dei requisiti della direttiva Mifid II sulle

40 In particolare, esiste il rischio che gli investitori non comprendano fino in fondo i pericoli a cui sono Esposti. In Francia *l'Autorité des marches financiers*, AMF, non ha trascurato tale problematica e per garantire una migliore tutela dei risparmiatori, la legge Sapin II, l. n. 2016-1691 del 9 dicembre 2016, sulla trasparenza, la lotta alla corruzione e la modernizzazione della vita economica, introduce una modifica nel sistema di intermediazione di beni diversi, di cui all'articolo 79. Di conseguenza, l'AMF ha modificato alcune disposizioni del suo Regolamento Generale e ha pubblicato nuove indicazioni che implicano un controllo preventivo di tutte le offerte in un'ottica di maggiore tutela dei risparmiatori. Numerose sono le proposte di investimento che mettono in risalto la possibilità di un ritorno finanziario che non si basano su strumenti finanziari: vino, boschi, pannelli fotovoltaici, opere d'arte o diamanti. Questi investimenti cosiddetti atipici comportano l'intermediazione di beni diversi e riguardano due tipi di operazioni: proposte sotto forma di pubblicità e marketing diretto che invitano terzi a sottoscrivere rendite vitalizie o ad acquisire titoli di beni mobili o immobili laddove gli acquirenti non ne gestiscono in proprio il patrimonio o laddove il contratto preveda un'opzione di riacquisto o di permuta con rivalutazione del capitale investito. Tali proposte sono soggette al controllo ex ante da parte dell'AMF; le altre proposte riguardano l'acquisizione di titoli su uno o più beni e prevedono la possibilità di rendimenti finanziari diretti o indiretti o un effetto economico simile (articolo L 550-1, II della Monetaria e Codice Finanziario).

comunicazioni di marketing [41].

L' Autorità è inoltre consapevole che gli investitori più giovani e meno esperti sono particolarmente vulnerabili quando operano *online* e per tale ragione, valuterà attentamente anche il marketing e la pubblicità delle imprese attraverso canali di distribuzione digitali come app, siti web, social media e collaborazioni con affiliati come gli influencer.

Da quanto osservato sembra che una riflessione sul punto possa vertere sulla circostanza che, pur trattandosi di strumenti di investimento per loro natura "atipici", si dovrebbe comunque trovare una regolamentazione comune ai Paesi europei che possa garantire uniformità di disciplina in questo ambito.

Qualsiasi modifica del sistema in tal senso dovrebbe essere diretta ad una migliore tutela degli investitori, garantendo coerenza in termini di competenze e integrità degli attori, nonché di requisiti e qualità dell'informazione in un settore in continua evoluzione in cui le asimmetrie informative potrebbero generare fallimenti del mercato e perdita di fiducia con conseguenze negative per tutti gli operatori del settore.

Poiché l'attrattiva globale dei mercati finanziari europei non dipenderà soltanto dalla loro stabilità, ma anche dalla qualità e dalla diversità degli strumenti e dei prodotti finanziari occorre che tale "varietà" di strumenti sia accompagnata dalla credibilità delle regolamentazioni finanziarie europee.

In tale quadro il ruolo degli intermediari assumerà sempre più centralità poiché il loro operato si concretizza nel veicolare compiutamente le informazioni presenti nel mercato dei titoli ai singoli investitori così da consentire a questi ultimi di accedere e decifrare gli strumenti e i prodotti finanziari emessi dalle imprese emittenti, i cui valori e le cui utilità si possono percepire utilmente solo se si abbia contezza delle realtà sottostanti[42].

Il sistema deve basarsi su integrità, fiducia e solidità della reputazione finanziaria. Non è dunque singolare che gli intermediari siano diventati i principali attori di questa nuova comunicazione informativa. Hanno infatti saputo sviluppare nel tempo una solida base di raccolta al dettaglio e hanno affrontato le conseguenze della crisi in modo più efficace rispetto ad altri, grazie alla fiducia guadagnata attraverso relazioni corrette e

41 Cfr, 16.01.2023, *ESMA and NCAs To Look At Marketing of Financial Products.*

42 Dalla lettura dell'art. 23, comma 1, T.U.F. secondo il quale "i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento (...) sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti" (4) e dell'art. 37, comma 1 Regolamento Intermediari del 2007 secondo il quale "gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento (...) sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente", è possibile desumere che il rapporto giuridico intercorrente tra l'intermediario finanziario ed il cliente deve essere disciplinato da un contratto, il quale viene solitamente denominato contratto di intermediazione finanziaria o mobiliare (c.d. contratto quadro) G. Franciaresi, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario tra nullità e responsabilità, in Corr. Giur.*, 11/2017, p. 1370.

trasparenti con i clienti [43].

L'attualità rimanda, e induce a ripensare, alle soluzioni adottate in passato e restituisce a regolatori e autorità di vigilanza (dei mercati finanziari e non solo) una realtà profondamente cambiata e destinata a subire ulteriori evoluzioni in cui si auspica che l'Europa possa avere "una presa di coscienza, della necessità di perseguire in modalità unitarie l'interesse di ognuno e, al contempo, di tutti gli Stati membri" [44].

43 A. M. TARANTOLA, *La trasparenza sostanziale nei rapporti tra banca e clienti: la visione della Banca d'Italia*, *op.loc. cit.*

44 Tali affermazioni seppur riferite ad un contesto diverso appaiono pertinenti anche in questa sede ove in conclusione si intende affermare la necessità di un percorso comune degli Stati membri. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., p. 56 ss.; ID., *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'Ue? Incognite e timori, in Riv.trim.dir.ec.*, 2020,2, p. 167, ove si evidenzia che "La *ricerca di rimedi e soluzioni alle negative conseguenze del coronavirus incide, infatti, sulla interpretazione dei Trattati, evidenziando l'esigenza di dar corso ad una lettura flessibile di talune prescrizioni, nonché di procedere alla definizione di un nuovo ordine dei rapporti tra gli Stati membri, indispensabile ai fini della stessa continuità dell'Unione. Si individua, pertanto, uno scenario nel quale i principi della condivisione, coesione e solidarietà - tradizionalmente invocati da coloro che, nel tempo, hanno auspicato la realizzazione di una convergenza, prima economica e poi politica - possono trovare finalmente concreta attuazione. Appare a molti ipotizzabile la possibilità di modificare vetusti e consolidati atteggiamenti egoistici che connotano l'agere di taluni paesi e costituiscono la causa primaria di un processo di «euro sclerosi», che si è tradotto in movimenti antieuropeistici e genera dubbi sulla reale volontà di pervenire alla meta indicata dai padri fondatori*".

Oltre la semplificazione. Il delicato equilibrio tra competitività e sostenibilità nel sistema finanziario europeo

MATTEO ARRIGONI
Ricercatore in diritto dell'economia
Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

SOMMARIO: 1. La scelta verso la competitività e il problema di salvaguardare l'obiettivo della sostenibilità. - 2. Le criticità della proposta avanzata dalla Commissione europea. - 3. La strategia di trasparenza nella finanza sostenibile europea e l'efficienza informativa dei mercati. - 4. L'attività di raccolta delle informazioni sulla sostenibilità. - 5. L'attività di verifica delle informazioni sulla sostenibilità. - 6. L'attività di elaborazione delle informazioni sulla sostenibilità. - 7. Le soluzioni ai problemi riscontrati. - 8. Un possibile approccio differente.

1. La scelta verso la competitività e il problema di salvaguardare l'obiettivo della sostenibilità

La competitività delle imprese nel mercato interno è tornata a rivestire un ruolo prioritario nell'agenda politica dell'Unione[01]. In tale contesto, i rilevanti costi che il complesso sistema normativo impone alle imprese sono stati individuati come uno dei principali fattori di ostacolo alla piena valorizzazione di questo obiettivo[02]. Di qui, la scelta della Commissione europea di avviare uno «sforzo di semplificazione senza precedenti»[03].

In attuazione di questo indirizzo strategico, la Commissione ha adottato un "primo pac-

01 EUROPEAN COMMISSION, A Competitiveness Compass for the EU, Communication, Brussels, 29.1.2025, COM(2025) 30 final, 1 (d'ora in poi "EC Competitiveness Compass"). Per un primo commento, M. MAGGIOLINO, La Bussola per la Competitività: un futuro tutto da realizzare, in Questa rivista, 2025, 387 ss.

02 EC Competitiveness Compass, 16.

03 EC Competitiveness Compass, 17.

chetto" di misure volte alla semplificazione della normativa in materia di finanza sostenibile, ritenuta da più parti particolarmente costosa[04]. Tali misure si concentrano sugli obblighi di rendicontazione, sulla due diligence e sul regime della tassonomia, con l'obiettivo di «ridurre l'onere di rendicontazione» e «contenere le ripercussioni a cascata degli obblighi sulle imprese più piccole»[05]. Per consentire una transizione ordinata verso le nuove disposizioni che saranno adottate, la Commissione ha inoltre ritenuto opportuno posticipare la data di applicazione degli obblighi previsti dalle normative oggetto di revisione. Ciò ha condotto all'adozione della Direttiva (UE) 2025/794, c.d. Stop the Clock.

La semplificazione non deve, tuttavia, «compromettere gli obiettivi politici e gli standard elevati che contraddistinguono l'UE»[06]. Tra questi rientrano, in particolare, gli obiettivi in materia di sostenibilità, perseguiti in generale attraverso il Green Deal del 2019[07] e, con specifico riferimento al settore finanziario, mediante il Piano d'Azione del 2018 e la successiva Strategia per la finanza sostenibile del 2021[08]. La Commissione ha infatti chiaramente affermato che «sustainability and competitiveness should go hand in hand»[09].

Il bilanciamento tra semplificazione normativa e salvaguardia degli obiettivi di sostenibilità si presenta come un'operazione complessa. Un eccessivo alleggerimento regolatorio potrebbe infatti compromettere l'efficacia delle politiche ambientali, sociali e di governance, sacrificando gli obiettivi di lungo termine in nome della competitività; di contro, uno snellimento normativo troppo "timido" rischierebbe di mantenere invariati gli oneri regolatori, vanificando lo sforzo di stimolo alla crescita economica. Come sot-

04 Per l'affermazione secondo cui «the EU's sustainability reporting and due diligence framework is a major source of regulatory burden, magnified by a lack of guidance to facilitate the application of complex rules and to clarify the interaction between various pieces of legislation», M. Draghi, The future of European competitiveness, Part B | In-depth analysis and recommendations, September 2024, 318; in termini più generali, E. Letta, Much More Than a Market - Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens, April 2024, 130.

05 Commissione europea, Proposta di Direttiva che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760, Bruxelles, 27 febbraio 2025 (OR. en) 6595/25, 4 (d'ora in poi "CE Proposta 2025").

06 Commissione europea, Un'Europa più semplice e più rapida - Comunicazione sull'attuazione e la semplificazione, Comunicazione, Strasburgo, 11.2.2025 COM(2025) 47 final, 5.

07 Come noto, la Commissione europea ha inteso trasformare l'Unione europea «in una società ... efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse»: così Commissione europea, Il Green Deal europeo, Comunicazione, Bruxelles, 11.12.2019 COM(2019) 640 final, 2.

08 Cfr. Commissione europea, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Comunicazione, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 97 final (d'ora in poi, "Piano d'Azione 2018") e Commissione europea, Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy, Comunicazione, Strasburgo, 6.7.2021 COM(2021) 390 final (d'ora in poi, "CE Strategia 2021").

09 European Commission, Questions and answers on simplification omnibus I and II, 26 February 2025, Q&A n. 4.

tolineato dalla Banca Centrale Europea, «it is important to strike the right balance to ensure that the benefits of sustainability reporting for the European economy and for the financial system are retained while ensuring that the framework is proportionate»[10].

Muovendo dall'analisi dell'approccio delineato dalla Commissione europea, il presente contributo intende promuovere una possibile impostazione differente. Applicare alla strategia sulla finanza sostenibile il modello relativo all'efficienza informativa dei mercati condurrà ad esiti utili a tal fine.

2. Le criticità della proposta avanzata dalla Commissione europea

La strategia normativa del primo pacchetto sulla semplificazione si basa su tre direttrici principali. In primo luogo, per diminuire i costi di compliance per le imprese, la Commissione ha ritenuto opportuno ridurre il numero dei soggetti tenuti a rispettare gli obblighi di rendicontazione previsti dalla Direttiva 2013/34/UE (d'ora in poi "Accounting Directive", così come modificata dalla Direttiva (UE) 2022/2464: c.d. Corporate Sustainability Reporting Directive, d'ora in poi "CSRD")[11]. In secondo luogo, per mitigare le lacune informative derivanti dalla restrizione dell'ambito soggettivo di applicazione della normativa, la Commissione ha prospettato l'introduzione di meccanismi di disclosure volontaria, destinati ai soggetti esclusi dagli obblighi di legge. In terzo luogo, per contrastare il fenomeno del c.d. effetto di "scivolamento", la Commissione ha ritenuto necessario impedire che le regole imposte alle imprese più grandi si ripercuotano "a cascata" sulle imprese più piccole, e ha proposto, pertanto, di estendere e rafforzare il limite riguardante la catena del valore[12].

Una simile impostazione non è, tuttavia, esente da criticità. La riduzione della platea dei soggetti obbligati a rispettare l'obbligo sulla rendicontazione di sostenibilità comporta inevitabilmente una contrazione del flusso informativo complessivo disponibile. Tale esito rischia di compromettere il contributo che la rendicontazione può offrire al perseguimento delle priorità dell'Unione[13]. Un'informazione incompleta o limitata può, infatti, comportare una concentrazione degli investimenti su un numero ristretto di imprese, sostanzialmente quelle di grandi dimensioni, nonché accrescere il rischio di

10 European Central Bank, Opinion on proposals for amendments to corporate sustainability reporting and due diligence requirements, CON/2025/10, 8 May 2025, 2 (d'ora in poi "ECB Opinion 2025").

11 Più nel dettaglio, «il numero di imprese soggette agli obblighi vincolanti di rendicontazione di sostenibilità si ridurrebbe di circa l'80 %»: CE Proposta 2025, 4.

12 Più nel dettaglio, il limite «si applicherebbe direttamente all'impresa che comunica le informazioni anziché costituire soltanto un limite a quanto può essere specificato dagli ESRS. Esso tutelerebbe tutte le imprese fino a 1 000 dipendenti e non solo le PMI, come avviene attualmente, e sarebbe definito nel principio volontario adottato dalla Commissione come atto delegato»: CE Proposta 2025, 4.

13 ECB Opinion 2025, 7 s.

favorire pratiche elusive o fenomeni di greenwashing[14].

D'altra parte, la previsione di standard volontari di rendicontazione non appare in grado di per sé di colmare efficacemente tali lacune. Oltre ai ben noti problemi di sottoproduzione di informazioni volontarie potenzialmente pregiudizievoli per l'emittente, occorre considerare, infatti, i rischi connessi al problema dell'informazione selettiva e all'assenza di obblighi di verifica. Tali criticità possono generare un quadro informativo fuorviante per i destinatari delle informazioni e, in ultima analisi, ampliare ancora una volta il rischio di fenomeni di greenwashing[15].

Interrompere il "flusso" di informazioni per le imprese di minori dimensioni, infine, se da un lato contribuisce ad attenuare lo svantaggio competitivo connesso a fenomeni di diseconomie da compliance[16], dall'altro lato acuisce il divario nella disponibilità di informazioni ESG tra diverse categorie di società, frammentando così l'efficacia della strategia normativa relativa alla sostenibilità.

In conclusione, l'approccio volto a ridurre gli oneri normativi attraverso l'introduzione di deroghe ed esclusioni generalizzate (c.d. carve-out strategy) può condurre all'esito indesiderato di esporre gli investitori a prendere decisioni di investimento in un contesto di informazioni incomplete[17], compromettendo l'efficienza informativa del mercato finanziario sostenibile e la conseguente efficienza allocativa.

3. La strategia di trasparenza nella finanza sostenibile europea e l'efficienza informativa dei mercati

Le criticità appena sollevate suggeriscono l'adozione di un approccio differente. Per discutere di possibili riforme occorre, tuttavia, partire dalla comprensione della logica di fondo che ha animato il progetto europeo relativo alla finanza sostenibile.

Muovendo dalla constatazione che il settore pubblico non abbia capacità sufficienti per soddisfare la domanda degli investimenti richiesti, la Commissione ha ritenuto il setto-

14 Cfr. la definizione delle tre European Supervisory Authorities: ESMA, Progress Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies", 31 May 2023 ESMA30-1668416927-2498, 5 e 11 e ESMA, Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies", Final Report on Greenwashing, 4 June 2024 ESMA36-287652198-2699, 78.

15 ECB Opinion 2025, 10.

16 Essendo i costi di compliance relativi alla divulgazione delle informazioni sostanzialmente dei costi fissi, le imprese di minori dimensioni sono svantaggiate rispetto a quelle di maggiori dimensioni, non potendo sfruttare le economie di scala.

17 In via generale, ECB Opinion 2025, 3.

re finanziario in grado di «svolgere un ruolo di primo piano»[18] fissando, quindi, «l'obiettivo principale del quadro della finanza sostenibile» nell'indirizzare «i flussi finanziari privati nelle attività economiche pertinenti»[19]. Di conseguenza, l'integrazione dei fattori ESG «nel processo decisionale relativo agli investimenti»[20] ha assunto rilievo cruciale, in quanto condizione necessaria per raggiungere lo scopo. A tal fine, è imprescindibile allora che gli investitori dispongano di informazioni ESG[21]. Nelle parole della Commissione europea, la trasparenza è un «prerequisito che consente agli attori del mercato finanziario di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese nonché la relativa gestione dei rischi di sostenibilità»[22].

Nel contesto del mercato dei capitali, i principali destinatari di queste informazioni - come, più in generale, di tutte le informazioni rilevanti per valutare gli strumenti finanziari negoziati - sono in particolare i gestori di fondi comuni e le banche di investimento, comunemente qualificati come information traders[23]. Essi sono in grado di usufruire di queste informazioni perché, a causa delle economie di scala di cui possono godere e delle competenze specialistiche di cui dispongono, riescono a sostenere in modo efficiente i relativi costi strumentali. Le decisioni di investimento così assunte possono, a loro volta, influenzare l'andamento dei prezzi dei relativi strumenti finanziari e contribu-

18 Piano d'Azione 2018, 1; in termini non dissimili, CE Strategia 2021, 1. In dottrina, per tutti, di recente F. Capriglione, Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza, UTET, Torino, 2023, 133, ma v. già F. Capriglione, Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile, in Riv. trim. dir. ec., 2021, 243, per l'osservazione secondo cui «si assiste attualmente ad un'incisiva integrazione dell'assetto teleologico che connota la funzione della finanza rispetto alla sua originaria formulazione, circoscritta in un ambito meramente tecnico».

19 CE Strategia 2021, 2.

20 Piano d'Azione 2018, 2. Al riguardo, F. Capriglione, Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva, in Riv. dir. banc., 2024, 369, osserva che «l'adesione a tale modello non si risolve nella rinuncia alla dimensione finanziaria dell'investimento, bensì rende possibile computare (nel calcolo della performance di quest'ultimo) una serie di elementi i quali permettono di accertarne la sostenibilità in un'angolazione che va al di là dei risultati economici dello stesso».

21 Riconduce la strategia normativa della disclosure alla categoria delle «misure di tutela», diversa da quella delle «misure di spinta», V. Troiano, Regolamentazione finanziaria, finanza sostenibile e obiettivi ESG, in Riv. trim. dir. ec., 2023, 590 s.

22 Così Piano d'Azione 2018, 4; nello stesso senso, sottolineando che «a key requirement of forming sustainable investment strategies is access to high-quality sustainability-related data, ratings and research», European Commission, Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research, November 2020, i. Definiscono, infine, l'«EU Sustainable Finance Framework» come una «data strategy», D. A. Zetzsche - M. Unterstell - R.P. Buckley - D.W. Arner, Datafication of Sustainable Finance (2024), disponibile su https://ssrn.com/abstract=4879687, 5.

23 Nel senso che l'informazione sui fattori ESG sia prioritariamente destinata agli investitori istituzionali, F. Accettella, Sostenibilità e disclosure nei mercati finanziari: uno sguardo oltre le apparenze, in Riv. Trim. Dir. Ec., 2024, 310 s. e note 31 e 32 per ulteriori riff.

ire in questo modo all'efficienza informativa dei mercati[24].

In sintesi, il processo decisionale degli information traders si articola in tre fasi. Gli information traders devono anzitutto raccogliere le informazioni rilevanti per poterle inserire nel proprio processo decisionale. Successivamente, devono verificare le informazioni raccolte, perché un'informazione falsa o fuorviante compromette la capacità di prendere decisioni di investimento corrette. Infine, devono elaborare le informazioni - raccolte e verificate - per comprendere in che modo possano influire sull'andamento dell'emittente e quindi sul prezzo del relativo strumento finanziario[25].

La strategia di trasparenza volta a promuovere la finanza sostenibile risulta efficace, allora, solo se i costi sostenuti dagli information traders per le attività di raccolta, verifica ed elaborazione delle informazioni ESG[26] sono inferiori ai benefici attesi dagli investitori[27]. In caso contrario, l'attivazione di tali processi non risulterebbe efficiente, venendo così scartata da un investitore razionale.

All'analisi di come gli interventi del legislatore europeo influiscano su tali costi[28] sono dedicati i paragrafi che seguono.

4. L'attività di raccolta delle informazioni sulla sostenibilità

Il costo di raccolta delle informazioni ESG dipende dalla facilità con la quale gli information traders possono reperirle. Essendo spesso private, per ridurre tale costo il legislatore europeo ha imposto un obbligo di trasparenza in capo agli emittenti[29].

---

24 Il tradizionale riferimento è al ben noto modello dell'Efficient Market Hypothesis: per tutti, cfr. E.F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in 25.2. The Journal of Finance (1970), 383, sintesi delle formulazioni di modelli antecedenti (P.A. Samuelson, Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, in 6.2. Industrial Management Review (1965), 41, B. Mandelbrot, Forecast of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingale" Models, in 39.1. The Journal of Business (1966), 242 e E.F. Fama - L. Fisher - M.C. Jensen - R. Roll, The Adjustment of Stock Prices to New Information, in 10.1. International Economic Review (1969), 1).

25 Per un approfondimento, sia consentito il riferimento a M. Arrigoni, Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari, Milano, 2022, 12 ss.

26 La tassonomia dei costi relativi alle informazioni presentata da R.J. Gilson - R.H. Kraakman, The Mechanism of Market Efficiency, in 70.4. Va. L. Rev. (1984), 594 ss. è stata poi sviluppata da Z. Goshen - G. Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, in 55.4. Duke L. J. (2006), 721.

27 Con specifico riferimento alla c.d. grande crisi finanziaria, R.J. Gilson - R.H. Kraakman, Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs, in 100 Virginia Law Review (2014), 313 ss., spec. 333.

28 Ritiene che il framework europeo sulle regole relative alla finanza sostenibile «needs to 'facilitate the investor journey' by helping investors navigate through a broad selection of sustainable products with different sustainability characteristics and varying degrees of sustainability ambition», ESMA, Sustainable investments: Facilitating the investor journey. A holistic vision for the long term, Opinion, 24 July 2024, ESMA36-1079078717-2587, 2.

29 Per l'affermazione secondo cui «mandatory disclosure duties reduce the cost of searching for information», Z. Goshen - G. Parchomovsky (nt. 26), 738, ma v. anche 758 ss.

Così, per esempio, nel mercato primario gli emittenti includono informazioni ESG nel prospetto, dovendo inserire una «descrizione della strategia e degli obiettivi aziendali dell'emittente, sia finanziari che non finanziari»[30] e, con riferimento alla situazione finanziaria, un'analisi che comprenda «indicatori chiave di prestazione sia finanziari che, se del caso, non finanziari pertinenti per l'attività specifica dell'emittente»[31]. Se emettono le c.d. «obbligazioni verdi europee», devono poi compilare «la scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee»[32] e il relativo prospetto[33], oltre a relazioni sull'allocazione dei proventi e sull'impatto delle obbligazioni verdi europee[34]. Per quanto riguarda il mercato secondario, inoltre, insieme ad altri soggetti, le società quotate, ad eccezione delle microimprese, devono pubblicare periodicamente la rendicontazione di sostenibilità e, quindi, devono includere «nella relazione sulla gestione informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione»[35]. Nella rendicontazione di sostenibilità, gli emittenti devono inoltre includere le «informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili» e, in particolare, devono comunicare «la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili» e «la quota delle loro spese in conto capitale e la quota delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili»[36].

Rendendo pubbliche informazioni altrimenti private, tali interventi riducono il costo di

30 All. 1, punto 5.4, Regolamento Delegato (UE) 2019/980 (d'ora in poi "Regolamento Prospetto RD").

31 All. 1, punto 7.1.1, Regolamento Prospetto RD.

32 Art. 10, par. 1, lett. a, Regolamento (UE) 2023/2631 (c.d. EU Green Bond Regulation: d'ora in poi "EU GBR").

33 Art. 14 EU GBR.

34 Artt. 11 e 12 EU GBR.

35 Art. 19-bis, par. 1, co. 1, Accounting Directive, introdotto dalla CSRD. Come è stato riconosciuto, «la comunicazione, da parte di alcune categorie di imprese, di informazioni pertinenti, comparabili e affidabili sulla sostenibilità è condizione preliminare per la realizzazione» degli obiettivi fissati nel piano d'azione del 2018 (così il Considerando n. 2 della CSRD).

36 Art. 8, parr. 1 e 2, Regolamento (UE) 2020/852 (d'ora in poi "Regolamento Tassonomia"). Per ulteriori dettagli, cfr. l'Allegato I del Regolamento Delegato (UE) 2021/2178.

raccolta delle informazioni[37]. La disponibilità delle informazioni ESG non ha, tuttavia, la stessa tempestività assicurata dalla legge nel caso di informazioni finanziarie. Diversamente da queste ultime, infatti, le informazioni ESG non sono oggetto di uno specifico dovere di informazione continua. Qualora non siano informazioni privilegiate, non devono quindi essere comunicate al mercato[38]. Se è vero che il dovere di informazione continua può avere poco senso in un contesto come quello della sostenibilità in cui le decisioni dovrebbero mirare al lungo periodo, anziché al breve, è altrettanto vero che la minore disponibilità di informazioni può ostacolare, in definitiva, l'attività degli information traders e conseguentemente l'efficienza informativa del mercato finanziario sostenibile.

5. L'attività di verifica delle informazioni sulla sostenibilità

Il costo di verifica delle informazioni ESG dipende dalla facilità con la quale gli information traders possono accertarne la veridicità, distinguendole così da quelle false o fuorvianti. Per ridurre tale costo il legislatore europeo si è affidato a una pluralità di strategie di enforcement, ex ante ed ex post, pubbliche e private[39]. L'efficacia di tali soluzioni dipende, tra l'altro, dal fatto che le informazioni siano rese pubbliche in forza di un obbligo di legge oppure su base volontaria.

Così, per esempio, con riferimento alle informazioni divulgate in conformità a previsioni di legge, secondo un approccio ex ante, il prospetto non può essere pubblicato senza approvazione dell'autorità competente[40]. I revisori legali, inoltre, rilasciano, se del caso, una «attestazione» relativa alla conformità della rendicontazione di sostenibilità alla

37 Come è stato osservato, il Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. Sustainable Finance Disclosure Regulation: d'ora in poi "SFDR"), il Regolamento Tassonomia e la CSRD «rappresentano iniziative legislative fondamentali per migliorare la disponibilità, la qualità e la coerenza dei requisiti ESG lungo l'intera catena del valore dei partecipanti ai mercati finanziari» (così il Considerando n. 35 del Regolamento (UE) 2024/3005: d'ora in poi "Regolamento Rating ESG"). Con specifico riferimento alla CSRD, cfr. inoltre European Commission, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities, Impact Assessment Report, Strasbourg, 13.6.2023 SWD(2023) 204 final, 5.

38 Per quanto riguarda il dovere di informazione continua, cfr. gli artt. 7 e 17, par. 1, Regolamento (UE) n. 596/2014, c.d. Market Abuse Regulation (d'ora in poi "MAR"). In argomento, P.O. Mülbert - A. Sajnovits, The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era, ECGI Working Paper Series in Law, N. 548/2020, October 2020, 1, ma v. già F. Denozza, La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing", in Giur. Comm., fasc. 5, 2005, 585.

39 Per un approfondimento con riferimento alle informazioni al mercato primario e al mercato secondario, nel contesto dell'Unione europea, A. Perrone, Il diritto del mercato dei capitali[4], Giuffrè, Milano, 2024, rispettivamente, 98 ss. e 119 ss.

40 Art. 20, par. 1, Regolamento (UE) 2017/1129 (d'ora in poi "Regolamento Prospetto"). I bilanci dell'emittente devono inoltre essere sottoposti a revisione legale (art. 34, par. 1, Accounting Directive; nella relazione di revisione sono poi illustrati i «risultati della revisione legale dei conti»: art. 10, par. 1, Regolamento (UE) n. 537/2014).

legge[41]. Allo stesso tempo, la relazione finanziaria annuale pubblicata dagli emittenti deve comprendere, tra le altre cose, le attestazioni delle persone responsabili attestanti che la relazione sulla gestione «è redatta in conformità dei principi di rendicontazione di sostenibilità»[42]. Se emettono le obbligazioni verdi europee, gli emittenti devono poi assicurarsi che «la scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee compilata sia stata sottoposta a una revisione pre-emissione con parere favorevole di un revisore esterno»[43]. A posteriori, invece, gli emittenti sono responsabili per le informazioni contenute nel prospetto[44] e i membri degli organi di amministrazione, gestione e controllo di un'impresa sono responsabili per i documenti relativi al bilancio e alla relazione sulla gestione, compresa la rendicontazione di sostenibilità[45].

Avendo riguardo alle informazioni diffuse in modo volontario è possibile ricorrere a una pluralità di regimi. Tralasciando le possibili soluzioni adottate dagli Stati membri[46], nella prospettiva dell'ordinamento europeo possono trovare applicazione anzitutto le norme di settore, come quella che impone che le informazioni contenute nella pubblicità relativa a un'offerta al pubblico di titoli non debbano essere «imprecise o fuorvianti», mentre devono «essere coerenti con quelle contenute nel prospetto»[47]. Più in generale, nel sistema finanziario si applica il divieto di manipolazione informativa[48], mentre avendo riguardo al più ampio mercato interno si può applicare la disciplina che vieta le pratiche

41 Art. 34, par. 1, co. 2, lett. a bis), Accounting Directive.

42 Art. 4, par. 2, lett. c, Direttiva 2004/109/CE (c.d. Transparency Directive).

43 Art. 10, par. 1, lett. b, EU GBR.

44 Art. 11 Regolamento Prospetto.

45 Art. 33, par. 1, Accounting Directive.

46 Nell'ordinamento italiano, ad esempio, potrebbe trovare applicazione il divieto di concorrenza sleale quando la diffusione di informazioni false o fuorvianti sulla sostenibilità sia considerato come «mezzo non conforme ai principi della correttezza professionale e idoneo a danneggiare l'altrui azienda» (art. 2598, n. 3, c.c.): sul punto, L. Zoboli, Il greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d'impresa, in Riv. dir. banc., 2024, 318 ss.; più cauto, invece, D. Rossano, Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims, in Riv. trim. dir. ec., 2023, 609, che sottolinea «la complessità di ricondurre ad atti atipici di concorrenza sleale le condotte poste in essere, cui si aggiunge l'ulteriore difficoltà di dimostrare che queste ultime siano contrarie alle regole di correttezza professionale e idonee a danneggiare l'altrui azienda».

47 Art. 22, par. 3, Regolamento Prospetto.

48 Art. 12, par. 1, lett. c, e art. 15 MAR. Nel senso che può risultare utile a ridurre il rischio di greenwashing, ESMA, Response (nt. 13), 11.

commerciali ingannevoli[49].

Le strategie impiegate non sono prive di ostacoli. Ad esempio, al pari di ogni strategia di gatekeeping, anche per i cc.dd. green gatekeepers, il perseguimento dell'obiettivo di mantenere la reputazione e il controllo di mercato non risulta sempre idoneo a neutralizzare gli incentivi distorsivi tipicamente associati al c.d. firm-pays model[50]. Il divieto di manipolazione informativa non è poi applicabile in ogni caso, secondo una dinamica accentuata dalle norme di settore. Anche il private enforcement nel contesto della finanza sostenibile può non trovare applicazione, quando mancano obblighi di condotta o danni concretamente risarcibili[51]. Infine, sussiste in ogni caso la possibilità di una diffusione di informazioni vere ma parziali e, dunque, potenzialmente fuorvianti (c.d. selective disclosure).

A ciò si aggiungano le caratteristiche specifiche delle informazioni ESG e, in particolare: la loro natura di credence attribute che, diversamente dai cc.dd. search o experience goods, impedisce una verifica prima o dopo l'acquisto del bene a cui fa riferimento[52]; la circostanza che sono spesso previsionali, il che rende all'evidenza più complessa la verifica della veridicità di quanto comunicato, rispetto ai meri dati storici[53]; l'indeterminatezza di nozioni chiave, come quella di «investimento sostenibile», che favorisce il greenwashing[54].

Non stupisce, pertanto, l'elevata attenzione alle pratiche di diffusione di informazioni false o fuorvianti in cui le affermazioni sulla sostenibilità non riflettono in modo chiaro

49 Di recente, infatti, il legislatore ha integrato l'elenco degli elementi rilevanti per considerare una pratica commerciale come ingannevole e dunque vietata (ex art. 5, par. 1, Direttiva 2005/29/CE, c.d. Unfair Commercial Practices Directive: d'ora in poi "UCPD"), includendo anche «le caratteristiche ambientali o sociali» di un prodotto (cfr. art. 6, par. 1, lett. b, UCPD, così come modificata dalla Direttiva (UE) 2024/825), e ha integrato anche l'elenco degli effetti di una pratica commerciale (cfr. art. 6, par. 2, UCPD, così come modificata dalla Direttiva (UE) 2024/825). Per un primo commento, A. Genovese, La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza, in Questa rivista, 2024, 1.

50 Sottolineando i problemi derivanti dalla trasformazione della certificazione dei gatekeepers in una "regulatory license" e dalla natura concentrata del mercato, L. Enriques - A. Romano - A.F. Tuch, Green Gatekeepers, ECGI Law Working Paper N° 800/2024, November 2024, 8 ss. e 25 ss.

51 Per un approfondimento, E. Macchiavello, "Greenwashing" in investment intermediation: investor protection and the difficult role of enforcement, EUSFiL Research Working Paper Series 2024 no. 28, September 2024, Forthcoming on European Business Law Review, disponibile su SSRN: https://ssrn.com/abstract=4957242, 48 ss.; con specifico riferimento alla CSRD, T. Pantazi, The Introduction of Mandatory Corporate Sustainability Reporting in the EU and the Question of Enforcement, in 25 European Business Organization Law Review (2024), 521 ss.

52 L. Enriques - A. Romano - A.F. Tuch (nt. 50), 11 s.

53 Con specifico riferimento al rischio di greenwashing, cfr. ESMA, Progress Report on Greenwashing Response (nt. 14), 6 e 32 s.

54 ESMA, Progress Report on Greenwashing Response (nt. 14), 44. Per le affermazioni secondo cui «greenwashing is facilitated by the uncertainty about what should be considered sustainable» e «as regards the SFDR, the same definition of "sustainable investment" (Art. 2(17) SFDR) appears quite vague and unclear», E. Macchiavello (nt. 51), 9 e 16.

e onesto il profilo di sostenibilità della relativa attività, strumento o servizio finanziario (con specifico riferimento alla componente ambientale: il greenwashing)[55]. Come è stato sottolineato da ESMA, «cherry-picking, omission, ambiguity, empty claims (including exaggeration), misleading use of ESG terminology such as naming and irrelevance, are seen as most widespread misleading qualities»[56].

6. L'attività di elaborazione delle informazioni sulla sostenibilità

Il costo di elaborazione delle informazioni dipende dalla loro confrontabilità e dalla loro complessità. Informazioni comparabili e semplici consentono agli investitori di selezionare con maggiore facilità gli strumenti finanziari migliori. La strategia tradizionalmente utile a tal fine consiste nell'imporre agli emittenti di diffondere le informazioni secondo un modello che favorisca l'uniformità dei documenti e attraverso una modalità che assicuri chiarezza dei contenuti.

Le informazioni ESG presentano, tuttavia, tre criticità che ne limitano la comparabilità. Anzitutto, coprono ambiti eterogenei (quali quello ambientale, sociale e di governance), rendendo difficile il confronto diretto[57]. Il problema non sembra risolto nemmeno con l'adozione dei c.d. principi di rendicontazione di sostenibilità (c.d. European Sustainability Reporting Standard: cfr. il Regolamento delegato (UE) 2023/2772: d'ora in poi "Accounting Directive RD"). Sebbene il regolamento delegato preveda requisiti molto dettagliati, riducendo la discrezionalità dei destinatari dell'obbligo informativo, esso non consente un confronto realmente agevole tra imprese, nemmeno su singoli aspetti, quale quello ambientale. Si pensi, ad esempio, alla difficoltà di comparare un'impresa con buone performance sul fronte dei «cambiamenti climatici», ma con risultati negativi in materia di «acque e risorse marine», rispetto a una diversa impresa che, invece, ha risultati positivi su «biodiversità ed ecosistema», ma mostra criticità sul piano dell'«inquinamento»[58]. In secondo luogo, le informazioni ESG non impattano sempre il prezzo dello strumento finanziario, come invece accade per i dati finanziari tradizionali, e in questo modo non offrono agli investitori un criterio per confrontare "agilmente" le informazioni. Infine, queste informazioni possono essere veicolate con l'utilizzo di termini simili anche quando si riferiscono a fattispecie diverse, in ragione dei differenti regimi normativi previsti, il che aumenta la confusione per gli information traders. Esistono, ad esempio, definizioni diverse a seconda che si applichi la definizio-

55 Affrontare il problema del greenwashing è una delle priorità indicate da ESMA nella sua Roadmap (ESMA, Sustainable Finance Roadmap 2022-2024, 10 February 2022 | ESMA30-379-1051, 11 ss.) e nella sua strategia (ESMA, ESMA Strategy 2023 2028, September 2022, 27).

56 ESMA, Progress Report on Greenwashing Response (nt. 14), 6 e 25.

57 Sottolineando il rischio di «comparare le mele con le arance», S. Steuer - T.H. Tröger, The Role of Disclosure in Green Finance, in 8 Journal of Financial Regulation (2022), 5 e 33.

58 I termini della legge si trovano nell'Appendice A, RA 16, ESRS E1 - ESRS E4, Accounting Directive RD.

ne di «investimento sostenibile»[59] o il Regolamento Tassonomia[60].

Sotto un diverso profilo, le informazioni ESG presentano una complessità maggiore rispetto a quelle finanziarie classiche. Quando sono relative a strumenti finanziari strutturalmente articolati, come i fondi comuni che investono in più asset, è più difficile l'analisi dei profili di sostenibilità rispetto a strumenti più lineari, come azioni o obbligazioni[61]. In via generale, inoltre, non riguardano necessariamente i fondamentali dell'emittente, ma aspetti eventuali e spesso qualitativi, rendendo così più difficile capire in che modo potrebbero avere un impatto sul prezzo dei relativi strumenti finanziari. Questa complessità spiega la diffusione dei rating ESG[62] che, tuttavia, non sempre riducono il costo di elaborazione delle informazioni a causa di molteplici problemi che il Regolamento (UE) 2024/3005 non sembra pienamente in grado di risolvere, quali i potenziali conflitti di interesse delle agenzie di rating ESG, la possibile inefficacia della disciplina di trasparenza e l'assenza a livello europeo di regole sulla responsabilità delle agenzie di rating ESG[63].

7. Le soluzioni ai problemi riscontrati

Gli ostacoli alla strategia di trasparenza in materia di sostenibilità - segnatamente: la minore disponibilità di informazioni ESG rispetto a quelle finanziarie; le difficoltà connesse alle strategie di enforcement in presenza di comunicazioni false o fuorvianti e le peculiarità delle informazioni sostenibili; la scarsa confrontabilità e l'elevata comples-

59 Art. 2, n. 17, SFDR.

60 Per una critica di tale impostazione e per il suggerimento di eliminare la definizione di «investimento sostenibile» utilizzando solamente il Regolamento Tassonomia come punto di riferimento, ESMA (nt. 28), 4.

61 S. Steuer - T.H. Tröger (nt. 57), 8.

62 Secondo una diffusa definizione, il rating ESG è «un parere, un punteggio o una combinazione di entrambi, in merito al profilo o alle caratteristiche» di un soggetto «riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance o all'esposizione a rischi o all'impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance, che si basano sia su una metodologia consolidata sia su un sistema di classificazione definito costituito da categorie di rating», indipendentemente dalla sua denominazione (Art. 3, n. 1, Regolamento Rating ESG): avendo riguardo, in particolare, all'approccio, alla divulgazione, alla strategia e alla performance del soggetto valutato sulle questioni ESG, European Commission (nt. 22), 57; considera, invece, l'esposizione ai rischi e/o alle opportunità, IOSCO, Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers, Final Report, November 2021, 10; sottolinea, invece, gli aspetti del rischio e dell'impatto dei fattori ESG, ESMA, On Market Characteristics for ESG Rating Providers in the EU, Call for evidence, 3 February 2022 | ESMA80-416-250, 3; si concentra, infine, solamente sui rischi ESG, European Commission Regulatory Scrutiny Board, Environmental, social and governance (ESG) ratings and sustainability risks in credit ratings, Opinion, 16.12.2022 SEC(2023) 241, 1. Per l'analisi del problema terminologico, European Commission (nt. 37), 18.

63 Per una prima analisi, sia consentito il riferimento a M. Arrigoni, Semplificare la complessità? Il regolamento europeo sui rating ESG, in Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG (a cura di F. Riganti), Giappichelli, Torino, 2024, 385 ss.; v. anche F. Annunziata - M. Siri, The EU Regulation on ESG Ratings: Fit for Purpose?, EUSFiL Law Research Working Paper Series No. 2/2025, disponibile su SSRN: https://ssrn.com/abstract=5138977.

sità delle informazioni ESG (supra, rispettivamente, parr. 4, 5 e 6) - suggeriscono allora di non enfatizzare il ruolo degli investimenti privati e, nello specifico, di riconsiderare l'importanza da attribuire alla disciplina strumentale di trasparenza (supra, par. 3).

Per raggiungere un punto di equilibrio tra competitività e sostenibilità (supra, par. 1) potrebbe allora essere più sensato ridimensionare la strategia di trasparenza e affidarsi a differenti strategie.

Anzitutto, avendo riguardo all'obbligo di divulgare le informazioni, anziché ridurre la platea di destinatari (supra, par. 2), più sensato risulta ridurre l'ammontare delle informazioni da divulgare (ad esempio, concentrando l'attenzione sulle informazioni ambientali e trascurando, invece, quelle sociali). Individuare con precisione il contenuto specifico dell'obbligo informativo può portare con sé una pluralità di benefici: nella prospettiva della competitività, riduce i costi di compliance per gli emittenti; dall'angolo visuale della sostenibilità, migliora la comparabilità delle informazioni, così da ridurre il costo di elaborazione delle informazioni e aumentare l'efficienza informativa del mercato finanziario sostenibile (supra, par. 6).

Relativamente ai problemi connessi al costo di verifica delle informazioni, inoltre, sebbene non si possa imputare una responsabilità all'emittente solo per il mancato verificarsi di un evento futuro, è possibile valutare la ragionevolezza dei presupposti utilizzati per la previsione effettuata[64]. Un ulteriore rimedio potrebbe consistere nell'obbligo di aggiornamento in caso di errore evidente, come avviene ad esempio con i profit warning o gli earning surprise. Con specifico riferimento al problema della selective disclosure, prevedere che un'eventuale omissione rilevante rende l'autore responsabile[65] e, per le informazioni diffuse in modo volontario, introdurre il divieto di diffondere informazioni false o fuorvianti - che scatta nel momento in cui l'emittente decide volontariamente di comunicare una determinata informazione[66] - appaiono le strategie normative più efficaci.

Il problema della difficile comparabilità delle informazioni può essere affrontato, invece, attraverso un duplice passaggio. Anzitutto, è opportuna la standardizzazione delle

64 Avendo riguardo alla finanza sostenibile, sottolinea che «enhanced transparency on underlying assumptions and parameters appears necessary to help investors make informed investment decisions taking into account the ambition and the credibility of sustainability commitments», ESMA, Progress Report on Greenwashing Response (nt. 14), 6.

65 Ad esempio, «le persone responsabili del prospetto» attestano che «per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne il senso» (art. 11, par. 1, Regolamento Prospetto).

66 Per l'affermazione secondo cui «the ban on fraud and manipulation reduces verification costs, because explicit information cannot be misstated, material facts cannot be omitted, and implicit information cannot be manipulated», Z. GOSHEN - G. PARCHOMOVSKY (nt. 26), 738. Poiché chi diffonde l'informazione sopporta minori costi di verifica dell'informazione, il dovere di diligenza richiesto a tal fine dovrebbe consistere nella colpa e non nel dolo: in questo senso, sottolineando che il management di una società quotata è il c.d. cheapest cost avoider, Z. GOSHEN - G. PARCHOMOVSKY (nt. 26), 719 e 777 ss.

informazioni, tipicamente imposta da un intervento normativo, più efficiente rispetto a dinamiche di mercato a ottenere questo obiettivo, in forza della sua qualifica come bene pubblico[67]. In questo senso, l'Accounting Directive RD contribuisce senz'altro in modo positivo. Occorre, tuttavia, un secondo passaggio e, in particolare, l'individuazione delle sole informazioni rilevanti (ad esempio: l'inquinamento). Pur nella consapevolezza che possa essere troppo o troppo poco inclusiva (i cc.dd. problemi di over-and under-inclusiveness)[68], questa scelta rappresenta una condizione necessaria per il corretto funzionamento del meccanismo relativo alla trasparenza.

8. Un possibile approccio differente

Pur trascurando le sue conseguenze non volute[69], è opportuno osservare che la strategia normativa volta a promuovere la finanza sostenibile nell'Unione europea si fonda su un presupposto della cui presenza è lecito dubitare.

La strategia di trasparenza che può favorire l'efficienza informativa del mercato sostenibile richiede, infatti, che ci siano preferenze degli investitori verso prodotti con queste caratteristiche[70]. Il modello adottato, in particolare, assume che gli investitori preferiscano strumenti finanziari sostenibili, ma faticano a identificarli come tali, e che dunque maggiori informazioni su questi aspetti stimolino le forze produttive del mercato[71]. Sebbene tali preferenze possano fondarsi su motivazioni sia finanziarie che non

67 S. Steuer - T.H. Tröger (nt. 57), 33.

68 Con riferimento alla strategia di mandatory disclosure in generale, M. Gargantini, Mandatory Disclosure – A Comparative Analysis, 2023, Forthcoming in E.D. Martino - H. Nabilou - A.M. Pacces (eds), Research Handbook on Comparative Financial Regulation, Edward Elgar, disponibile su SSRN: https://ssrn.com/abstract=4491737, 4.

69 In particolare, orientare le scelte degli investitori verso prodotti sostenibili comporta: l'assoggettamento a rischi tipici di tali prodotti; la necessità per le imprese che svolgono attività non sostenibili di riconvertire il proprio business, per accedere al capitale privato, anche quando questo sia particolarmente costoso; una possibile discriminazione delle imprese che - per una pluralità di ragioni, quali la loro dimensione, la loro collocazione geografica, il settore industriale in cui operano o la lingua che utilizzano - potrebbero avere caratteristiche non particolarmente conciliabili con la realizzazione dei rating ESG (sul punto, cfr., ex multis, A. Del Giudice, La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali[2], Giappichelli, Torino, 2022, 42; European Commission (nt. 37), 16 e OECD, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, OECD Paris, 2020, 64; ESMA, On Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU, Outcome of ESMA Call for Evidence, 24 June 2022 | ESMA22-328-603, 19 e T.M. Doyle, Rating That Don't Rate. The Subjective World of ESG Ratings Agencies, ACCF, July 2018, 9 s.).

70 Il buon esito della strategia impiegata dipende, infatti, dal modo in cui le preferenze eterogenee degli investitori potrebbero trasformarsi in una domanda aggregata di attività ESG e dal modo in cui gli emittenti risponderebbero a loro volta agli spostamenti della domanda per mantenere l'accesso al capitale in condizioni favorevoli: S. Steuer - T.H. Tröger (nt. 57), 4.

71 S. Steuer - T.H. Tröger (nt. 57), 19.

finanziarie[72], è discusso se in termini aggregati sussistano effettivamente[73].

D'altra parte, al di fuori dei casi in cui sostenibilità e rendimento risultino congiuntamente perseguibili, laddove emerga un conflitto tra i due obiettivi, la scelta in favore del rendimento - anche a discapito della sostenibilità - non appare priva di giustificazione dal punto di vista strettamente economico.

I limiti del ricorso al meccanismo di mercato appena evidenziati suggeriscono allora che, in attesa di una politica fiscale o industriale comune a livello europeo, per realizzare gli altri obiettivi relativi alla sostenibilità (per esempio, quelli sociali, non considerati nel modello di trasparenza proposto: supra, par. 7), ricorrere a strategie incentrate sull'offerta di prodotti ESG, anziché sulla domanda, potrebbe risultare più opportuno. È infatti possibile conformare "dall'esterno" il mercato introducendo per gli emittenti divieti relativi a talune pratiche o obblighi di governance. Sotto il primo profilo, è possibile, ad esempio, introdurre divieti di immettere sul mercato prodotti ottenuti con il lavoro forzato[74]. Sotto il secondo profilo, è possibile introdurre obblighi diretti o indiretti, come la previsione che lega la remunerazione degli esponenti aziendali di una società quotata al perseguimento di politiche di sostenibilità.

In definitiva, è possibile ridurre gli oneri regolatori a favore della competitività delle imprese senza compromettere gli obiettivi di sostenibilità, a condizione di ricalibrare il ruolo attribuito alla strategia di trasparenza. Una disclosure mirata su ambiti selezionati e l'adozione di strategie normative orientate all'offerta di prodotti ESG possono concorrere efficacemente al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità, mantenendo al contempo i costi di compliance a un livello più adeguato.

72 Sul punto, cfr. S. Steuer - T.H. Tröger (nt. 57), rispettivamente 19 ss. e 27 ss.

73 Nel senso che, col passaggio delle scelte di investimento alle generazioni dei Millennial e della GenZ, è probabile che con riferimento agli investitori al dettaglio la tendenza verso investimenti ESG si rafforzi, G. Strampelli, ESG, Sustainability Disclosure, and Institutional Investor Stewardship, in 81.6 Wash. & Lee L. Rev. Online (2024), 418 s.; di contro, la messa in discussione della legittimità di perseguire politiche ESG hanno sollecitato gli investitori istituzionali a comportamenti ispirati a una maggiore cautela (ivi, 420). Azoria Partners intende lanciare, ad esempio, un fondo "anti-woke": A. Pollard - J. Fontanella -Khan, New 'anti-woke' ETF makes Starbucks its first target, in Financial Times, 5 December 2024. Dubita che gli investitori istituzionali siano interessati a «salvare il mondo (o il pianeta)», F. Accettella (nt. 23), 311 s. e, con riferimento alle decisioni di voto e alle scelte di investimento, 315 e nota 46 ove altri riff. V. anche E. Macchiavello (nt. 51), 34 s.

74 In questo senso, nell'Unione europea, cfr. l'art. 3 del Regolamento (UE) 2024/3015 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 che vieta i prodotti ottenuti con il lavoro forzato sul mercato dell'Unione e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937.

Il sistema ETS marittimo: evoluzione normativa, criticità nazionali e prospettive per lo sviluppo di strumenti finanziari nei mercati del carbonio

UGO PATRONI GRIFFI
Professore Ordinario di Diritto commerciale e Infrastrutture e logistica sostenibili
Università Aldo Moro Bari

MARCELLO MINENNA
Componente della Conferenza nazionale di coordinamento delle
Autorità di sistema portuale

Sommario: 1.- Il quadro normativo internazionale; 2.- Implementazione in Italia; 3.- Costi, criticità e opportunità a livello globale; 4.- Criticità dell'Implementazione in Italia; 5.- La Possibilità di sviluppare un mercato OTC e gli strumenti finanziari per i *carbon credits* marittimi; 6.- Proposte e conclusioni

1. Il quadro normativo internazionale

La Direttiva (UE) 2023/959[01] del 10 maggio 2023 rappresenta il culmine di un processo normativo iniziato con la proposta della Commissione europea del luglio 2021[02] nell'am-

01 Direttiva (UE) 2023/959 del Parlamento europeo e del Consiglio del 10 maggio 2023 che modifica la direttiva 2003/87/CE per includere le attività di trasporto marittimo nel sistema di scambio delle quote di emissione dell'Unione

02 Si tratta del "Green Deal" europeo, "una strategia di contrasto al cambiamento climatico lanciata dall'UE nel dicembre 2019. L'atto che ne tratteggia le linee essenziali è, di fatto, una Comunicazione della Commissione, un documento di policy, intitolato per l'appunto Green Deal europeo COM (2019)640", così G. DELLE CAVE, *Il carbon border adjustment mechanism tra attuazione del green deal europeo, mercato e (possibile?) Nuova certificazione ambientale*, in *Riv. giur. ed.*, 2025, 75 ss.

bito del pacchetto "Fit for 55"[03], che mira a ridurre le emissioni nette di gas serra di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990. Il pacchetto legislativo europeo comprendeva cinque importanti provvedimenti: la revisione della direttiva ETS 2003/87/CE [04], la modifica del regolamento MRV sui trasporti marittimi[05], la revisione della direttiva ETS relativa al trasporto aereo[06], il regolamento che istituisce un Fondo sociale per il clima[07] e il regolamento che istituisce un meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere[08].

La direttiva fonda sull'articolo 192, par. 1, TFUE, che conferisce all'Unione la competenza nell'adottare misure in materia di ambiente, e in particolare sulla dichiarata esigenza di colmare una lacuna normativa significativa, dato che il trasporto marittimo - fino ad allora escluso dai principali meccanismi di regolamentazione climatica europea, nonostante la sua crescente rilevanza economica e ambientale[09] - è responsabile di circa il 3% delle emissioni globali di gas serra e del 13% delle emissioni dei trasporti nell'Unione

03 Commissione europea, *"Fit for 55": delivering the EU's 2030 Climate Target on the way to climate neutrality*, Comunicato stampa IP/21/3541

04 La Direttiva 2003/87/CE è stata recepita in Italia con il d.lgs. 4 aprile 2006, n. 216. Con tale direttiva la UE istituiva unilateralmente un proprio meccanismo di scambio dei diritti di emissioni di gas a effetto serra, che prende il nome di European Emissions Trading Schemes (ETS). In dottrina G. Cavalieri, B. Celati, , S. Franca, M. Gandiglio, A. R. Germani, A. Giorgi, G. Scarano, *Il «Fit for 55» unpacked: un´analisi multi-disciplinare degli strumenti e degli obiettivi delle proposte settoriali per la decarbonizzazione dell´economia europea*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, 409 ss.;M. Milanese, *Il sistema per lo scambio di quote di emissione di gas a effetto serra nell'Unione Europea*, in *Comparazione e diritto civile*, fascicolo speciale *IP e nuove tecnologie*, 2015, disponibile su comparazionedirittocivile.it; A. Savaresi, M. Davide, J. Hartmann, *Settore trasporti: la lunga strada verso la riduzione delle emissioni*, in *Ambiente & Sviluppo,* 2012, 809 ss.; F.L. Gambaro, *Il recepimento della direttiva Emissions Trading*, in *Contratto e impresa Europa*, 2007, 521 ss.; F.L. Gambaro, *Emissions Trading tra aspetti pubblicistici e profili privatistici*, in *Contratto e impresa Europa*, 2005, 865 ss.; E. Cicigoi, P. Fabbri, *Mercato delle emissioni ad effetto serra: istituzioni ed imprese protagoniste dello sviluppo sostenibile*, Bologna, 2007

05 Il Regolamento (UE) 2015/757 stabilisce le norme per un sistema accurato dell'Unione europea (Unione) per il monitoraggio, la comunicazione e la verifica (sistema MRV) delle emissioni di gas a effetto serra (GES) e di altre informazioni pertinenti relative alle grandi navi che utilizzano i porti dell'Unione

06 Direttiva 2008/101/CE ,del 19 novembre 2008

07 Regolamento (UE) 2021/1056 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 giugno 2021

08 *Fit for 55, la riforma europea per cambiare il mercato ETS*, in *EconomiaCircolare.com*, 2022; G. delle Cave, *Il carbon border adjustment mechanism tra attuazione del green deal europeo, mercato e (possibile?) Nuova certificazione ambientale*, cit., 75 ss.; A. Majocchi, *Carbon pricing e la politica climatica dell'Unione Europea,* in Riv. *dir. fin. e sc. fin.*, 2022, 3

09 EUR-Lex, *Monitoraggio, comunicazione e verifica delle emissioni del trasporto marittimo*, in eur-lex.europa.eu

Europea[10].

L'EU ETS[11], adottando un approccio "market-based", attribuisce un prezzo alla CO2 tramite un sistema "cap&trade" che fissa un limite alle emissioni di gas serra. Le imprese ricevono[12] o acquistano quote di emissione, che possono scambiare sul mercato[13]; il

10 M. Letizi, *EU ETS, le debolezze del sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra e il rischio di carbonwashing*, in *NTPlusdiritto*, 2024, il quale rammenta che l'obiettivo perseguito dal legislatore unionale è di ridurre le emissioni nette di gas a effetto serra (GES) in tutti i settori dell'economia, conseguire la neutralità climatica entro il 2050, allo scopo di mitigare gli effetti del *climate change*, incidendo sul costo di utilizzo delle fonti inquinanti attraverso la creazione dei diritti di emissione negoziabili sui mercati sotto forma di certificati. In arg. v. anche J. Flodén, L. Zetterberg, A. Christodoulou, R. Parsmo, E. Fridell, e J. Hansson (2024), *Shipping in the EU emissions trading system: implications for mitigation, costs and modal split. Climate Policy, 24*(7), 969-997, i quali evidenziano che l'inclusione del settore marittimo nell'ETS è destinata a introdurre incentivi significativi per la riduzione delle emissioni, con impatti che variano considerevolmente tra i diversi segmenti del trasporto navale

11 Il sistema di scambio di quote di emissione dell'UE (EU ETS) è uno dei più grandi mercati del carbonio al mondo - coinvolge i 27 Paesi UE, l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia - e rappresenta lo strumento fondamentale dell'UE per la riduzione delle emissioni di gas a effetto serra. Questo sistema - fondato sul principio del "chi inquina paga" - stabilisce il prezzo del carbonio, obbligando ogni anno i soggetti coperti dall'ETS ad acquistare quote corrispondenti alle loro emissioni di gas a effetto serra. Ogni anno viene fissato un massimale relativo al numero di quote immesse sul mercato, che diminuisce progressivamente. In questo modo, le imprese sono incentivate finanziariamente a ridurre le loro emissioni.

12 Sull'attribuzione gratuita delle quote nel sistema ETS (Emission Trading System) dell'Unione Europea, cfr. dir. (UE) 2003/87 come modificata dalla dir. (UE) 2023/959, che prevede un meccanismo transitorio per l'assegnazione gratuita alle installazioni industriali al fine di mitigare il rischio di carbon leakage; in Italia, la disciplina è regolata dal d.lgs. 13 marzo 2013, n. 30, e succ. mod., con procedure per il periodo 2021-2025 che richiedono la presentazione di domande da parte dei gestori, basate su dati storici di emissioni e benchmark di efficienza (art. 10-bis); per i nuovi entranti, v. art. 22 del medesimo decreto; recenti aggiornamenti includono il reg. del. (UE) 2024/873, in vigore dal 4 aprile 2024, che introduce riduzioni progressive (es. fattore 0,97 fino al 2027 per emissioni di processo) e condizionalità legate a misure di efficienza energetica (riduzione del 20% in caso di inadempienza) nonché piani di neutralità climatica ex reg. (UE) 2023/2441; per la fase 2026-2030, si applicano benchmark aggiornati e fattori correttivi, con gestione affidata al Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica (MASE), cfr. delib. n. 170/2024; il tutto in linea con gli obiettivi UE di riduzione del 55% delle emissioni entro il 2030, con deroga per il 10% degli impianti più performanti.

13 La contabilità delle compensazioni è tenuta attraverso il Registro Unico dell'Unione mentre il controllo su scadenze e rispetto delle regole del meccanismo è affidato alle Autorità Nazionali Competenti (ANC), e quindi per l'Italia al Comitato ETS, che ha sede presso il Ministero dell'ambiente e della sicurezza energetica, mentre il Registro è tenuto da ISPRA.

tetto alle quote garantisce un valore di mercato al carbonio[14].

Il perimetro applicativo della direttiva è circoscritto sotto il profilo "soggettivo" alle sole navi di stazza lorda pari o superiore a 5.000 tonnellate che effettuano viaggi commerciali verso, da o tra porti dell'Area Economica Europea, indipendentemente dalla bandiera battuta. Un approccio, dunque, "territoriale" piuttosto che basato sulla "bandiera" della nave, al fine di evitare discriminazioni e garantire l'applicazione del sistema a tutti gli operatori che scalano i porti europei. Mentre sotto il profilo oggettivo/geografico sono incluse nel sistema ETS il 100% delle emissioni per i viaggi intra-UE e per la permanenza in porti europei e solo il 50% delle emissioni per i viaggi internazionali che iniziano o terminano in un porto UE[15]. L'articolazione oggettivo/geografica sebbene rifletta il tentativo di trovare un punto di equilibrio tra l'obiettivo di massimizzare la copertura delle emissioni e la necessità di evitare conflitti con il diritto internazionale marittimo[16] è quella che – come si vedrà – rischia maggiormente di penalizzare il mercato italiano dello *shipping*.

L'ETS marittimo opera in sinergia con il Regolamento (UE) 2023/1805 (FuelEU Mariti-

14 G. DELLE CAVE, *Il carbon border adjustment mechanism tra attuazione del green deal europeo, mercato e (possibile?) Nuova certificazione ambientale*, cit., 75 ss. il quale osserva che: "in buona sostanza, l'EU ETS è un "mercato artificiale" delle emissioni, cioè, un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas ad effetto serra nell'Unione, strutturato attraverso un meccanismo così riassumibile: il sistema prevede un tetto massimo ("cap") — nel tempo decrescente — del livello totale delle emissioni consentite a tutti i soggetti vincolati, permettendo loro di acquistare e vendere sul mercato ("trade") diritti di emissione di gas ad effetto serra, secondo le proprie necessità, all'interno del limite stabilito. Il meccanismo, informato al principio europeo "chi inquina paga", è quindi chiaramente finalizzato a incentivare le attività produttive contemplate, a ridurre le emissioni e a poter cedere sul mercato le quote in eccesso o comunque non dover acquisire ulteriori quote rispetto a quelle assegnate. Il funzionamento del sistema, dunque, comporta — quale effetto voluto, fisiologico — che il numero complessivo di quote disponibili si riduca nel tempo sulla base di un "fattore lineare di riduzione", con conseguente aumento del prezzo delle quote; in altri termini, più forte è il segnale di prezzo del carbonio, maggiore è l'incentivo per le imprese a ridurre le proprie emissioni adottando processi produttivi meno inquinanti e investendo in tecnologie di decarbonizzazione".

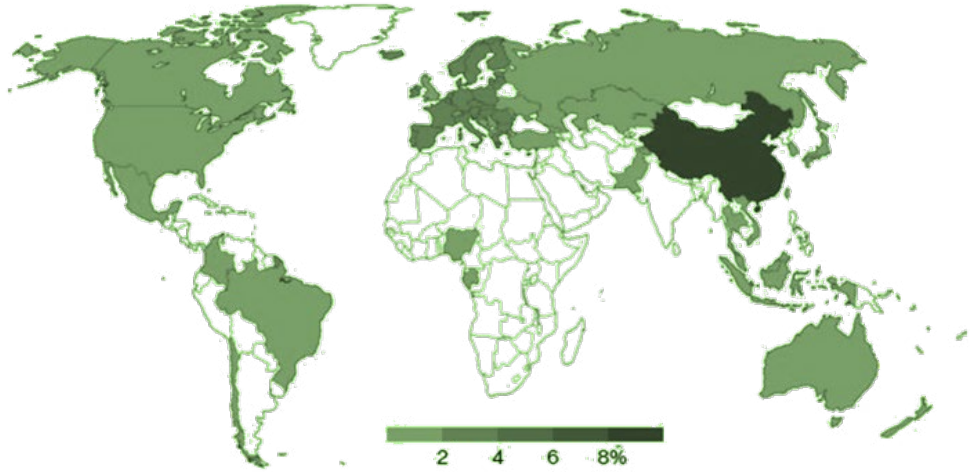
15 Direttiva (UE) 2023/959, artt. 3, 3-b e 12

16 Il sistema di copertura al 50% per le tratte internazionali rappresenta "un modo pratico per risolvere la questione delle responsabilità comuni ma differenziate e delle capacità rispettive, un annoso problema in ambito UNFCCC" (UN Framework Convention on Climate Chang), evitando problemi di doppia tassazione e conflitti giurisdizionali. La copertura parziale delle emissioni per le tratte internazionali offre un equilibrio strategico "aumentando l'impatto ambientale della misura rispetto a un ambito geografico limitato alle tratte interne dell'Unione e limitando nel contempo il rischio di scali elusivi e il rischio di delocalizzazione delle attività di trasbordo al di fuori dell'Unione". La dimidiazione delle quote per i traffici extra-UE rappresenta quindi una soluzione di compromesso che bilancia l'efficacia ambientale con la competitività economica, rispettando i principi del diritto internazionale e incentivando la cooperazione globale nella lotta ai cambiamenti climatici.

me), entrato in vigore il 1° gennaio 2025[17]. Il regolamento stabilisce limiti progressivi all'intensità di carbonio dei combustibili utilizzati dalle navi, partendo da una riduzione del 2% nel 2025 per arrivare all'80% entro il 2050. Questa complementarità mira ad incrementare la pressione sugli operatori marittimi[18] ad accelerare l'implementazione di misure di contrasto al cambiamento climatico, aggiungendo al costo delle quote ETS le penalità per il non rispetto degli standard FuelEU.

Il Sistema degli ETS presenta evidenti limiti laddove applicato in maniera eterogenea a livello globale. Nella figura che segue si evidenzia come i mercati degli ETS oltre a non essere omogeneamente diffusi non arrivano laddove applicati a coprire neanche il 10% del totale delle emissioni di CO2.

Figura: mercati ETS - emissioni di CO2 scambiate (quota %) – giugno 2025



Fonte: World Bank, Bloomberg

Tali mercati presentano numerosi profili di criticità anche relativamente all'efficacia di contrastare l'inquinamento ambientale tanto da essere equiparati ad una sorta di "indulgenza climatica" paragonabile alle indulgenze medievali clericali.

Si riscontrano peraltro naturali problematiche di *green-washing* e più in generale di retroazione negativa che ne minano l'efficacia fondamentalmente collegate alle

17 Regolamento (UE) 2023/1805 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 settembre 2023 relativo all'uso di combustibili rinnovabili e a basse emissioni di carbonio nel trasporto marittimo

18 Z. HU, Y. HUANG, L. SUN, X. QI, X. PAN, *Study on international carbon emission quota allocation of shipping industry – based on fairness and efficiency*, in *Frontiers in Marine Science*, vol. 10, 2023

difficoltà di misurazione ed alle eterogeneità algoritmiche e di funzionamento microstrutturale dei vari ETS.

Il problema, comunque, di maggior rilievo risiede nella rilocalizzazione delle emissioni di carbonio (c.d. *carbon leakage*), misurabile come l'aumento delle emissioni di CO2 al di fuori dei paesi che adottano azioni di mitigazione interne diviso per la riduzione delle emissioni di questi paesi.

Nell'Unione Europea la consapevolezza di questa criticità ha portato ad una nuova regolamentazione: il citato Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), un meccanismo fiscale per evitare che le emissioni di prodotti ad elevata produzione di CO2 ovvero con una significativa impronta carbonica sfuggano al sistema disincentivante degli ETS e vengano rilocalizzate all'estero annacquando gli impegni climatici europei e creando una concorrenza sleale all'interno del mercato.

Il CBAM altro non è che un dazio all'importazione, parametrato alle emissioni di carbonio che il Paese esportatore ha generato nelle attività produttive. Le società importatrici dovranno acquistare certificati sugli ETS per coprire le emissioni di CO2 in essi incorporate, a meno che non si dimostri che siano già state contabilizzate dalla legislazione sul clima del Paese da cui arriva il prodotto.

Il CBAM dal punto di vista "contabile" ha preso avvio a fine 2023 e diverrà operativo nel 2026. La vigilanza è assegnata in Europa alle Amministrazioni Doganali nazionali ed in Italia quindi all'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli di Stato che, come noto, opera con funzioni di polizia tributaria, valutaria e giudiziaria presidiando la bilancia commerciale nazionale.

L'OCSE[19] ha sottoposto ad analisi di impatto della regolamentazione questa nuova disciplina ed ha derivato le seguenti conclusioni: a) senza il CBAM, per ogni tonnellata di emissioni di CO^2 non generata in Europa per via del sistema ETS, circa 0,19 tonnellate di emissioni si rilocalizzerebbero extra-UE; conseguentemente la riforma del sistema ETS porterebbe a una riduzione delle emissioni globali dello 0,39%; b) con il CBAM, il tasso di riduzione di carbonio si invertirebbe in quanto gli importatori europei sposterebbero l'approvvigionamento verso produttori più puliti, spesso in Paesi con una tassa sul carbonio in vigore o con intensità di emissione inferiori. Di conseguenza, le emissioni globali diminuirebbero ulteriormente, dello 0,54%.

Il CBAM europeo è una politica unica nel suo genere ed è stata sottoposta ad esame critico anche dal Fondo Monetario Internazionale che ha invece riscontrato come sarebbe assai più efficace e soprattutto in grado di evitare degli effetti di *transfer pricing* sul

19 *Measuring greenhouse gas footprints in global production networks, New perspectives on emissions embodied in production chains and final demand patterns, working paper OCSE*, 16 dicembre 2024; V. Gaspar, I. Parry, *A Proposal to Scale Up Global Carbon Pricing*, FMI, 18 giugno 2021; I.W.H. Parry, S. Black, J. Roaf, *Proposal for an International Carbon Price Floor Among Large Emitters*, FMI, Ju18 giugno 2021

consumatore finale europeo un prezzo minimo globale regolamentato per "sanzionare" le emissioni di CO2.

Queste considerazioni evidenziano in maniera adamantina come l'imposizione al settore *maritime* degli ETS appare assolutamente prematuro e soprattutto foriero di pratiche sleali e non in grado di governare il fenomeno del *carbon leakage*; e ciò in quanto non vi è modo in questo settore di identificare un'ingegneria fiscale in grado di replicare il CBAM. In altri termini il sistema ETS applicato al *maritime* rischia di divenire surrettiziamente un sistema *command and control* che impone apoditticamente limiti specifici alle emissioni o alle pratiche logistiche incurante delle possibili disintermediazioni della regolamentazione. Certamente un progetto invece, governato dall'IMO, per identificare un *pricing* minimo omogeneo a livello globale appare non solo quindi più efficace ma anche meno foriero di possibili *rebound effect*. Infatti, parallelamente all'evoluzione del sistema ETS marittimo europeo l'Organizzazione Marittima Internazionale (IMO) ha adottato sin dal 2023 una propria strategia per la riduzione delle emissioni di gas serra dalle navi[20], stabilendo obiettivi altrettanto ambiziosi per la decarbonizzazione del settore a livello globale[21].

L'intento dell'IMO è di raggiungere l'azzeramento delle emissioni nette di gas a effetto serra del trasporto marittimo internazionale entro il 2050, il che è possibile ove entro il 2030 vengano adottati combustibili alternativi a zero o quasi zero emissioni. Perseguendo nel perseguimento di questo sfidante obiettivo – nonché al fine di favorire la convergenza tra normative regionali e globali - l'IMO ha approvato nel 2025 il Net-Zero Framework, che introduce un meccanismo economico basato sull'acquisto di "remedial units" dal 2027, con prezzi iniziali di 100 dollari per tonnellata di CO2 equivalente per le violazioni meno gravi e 380 dollari per quelle più rilevanti[22].

I problemi di coordinamento tra il sistema europeo e quello globale sono evidenti[23]. Mentre l'ETS europeo prevede prezzi intorno agli 80-100 euro per tonnellata di CO2, il sistema IMO ipotizza prezzi significativamente più elevati, creando potenziali arbitraggi di bandiera e di scalo che potrebbero compromettere l'efficacia di entrambi i sistemi. La sovrapposizione di obblighi e costi derivanti da diversi regolamenti può, infatti e come si vedrà, generare effetti cumulativi che rischiano di compromettere la sostenibilità economica di alcuni segmenti del trasporto marittimo, particolarmente

20 Strategia IMO 2023, adottata durante la 80ª sessione del Comitato per la Protezione dell'Ambiente Marino (MEPC 80)

21 International Maritime Organization, *2023 IMO Strategy on Reduction of GHG Emissions from Ships*, Resolution MEPC.377(80)

22 International Maritime Organization, *Net-Zero Framework*, MEPC 83, aprile 2025

23 Del resto la stessa direttiva ETS prevede la revisione della disciplina "in caso di adozione da parte dell'IMO di una misura mondiale basata sul mercato per ridurre le emissioni di gas a effetto serra generate dal trasporto marittimo", lasciando spazio per futuri meccanismi globali coordinati

quelli caratterizzati da margini operativi ridotti. Come sottolineato dalla dottrina[24], l'implementazione dell'ETS nel settore marittimo presenta sfide uniche legate alla natura internazionale del trasporto navale e alla complessità delle catene logistiche globali.

2. Implementazione in Italia

L'Italia ha recepito le nuove direttive europee con il D.lgs. 14 ottobre 2024, n. 147[25], Al momento dell'entrata in vigore dell'ETS, solo 171 operatori sugli oltre 1.600 soggetti agli obblighi risultavano registrati e operativi nel sistema[26].

Il decreto legislativo italiano presenta due specificità: a) stabilisce – centralizzando le competenze in materia di ETS, al fine di garantirne coerenza e uniformità di applicazione - che il Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica (MASE) si avvalga del Comitato ETS nazionale e di una segreteria tecnica per l'implementazione delle misure[27]; b) prevede che, a partire dal 2025, la comunicazione dei dati aggregati sulle emissioni a livello di società di navigazione debba essere verificata conformemente alle norme unionali[28].

Fatte queste premesse sulle specificità del sistema ETS italiano, sul piano operativo la normativa introduce specifici obblighi di *compliance* articolati che gravano sulle società di navigazione in qualità di titolari del Document of Compliance (DoC): a) monitoraggio delle emissioni; b) la comunicazione annuale dei dati verificati; c) l'acquisto di quote EUA sufficienti a coprire le emissioni e la loro restituzione entro il 30 aprile di ogni anno. Il sistema si basa sul regolamento MRV (Monitoring, Reporting and Verification) già in vigore dal 2018, che viene ora esteso per includere i gas serra metano e

24 A. Christodoulou, Z. Raza, J. Woxenius, (2022), *Carbon Emission Trading Scheme in the shipping sector: Drivers, challenges and impacts*, in *Marine Policy*, 2022, 139

25 Il decreto, entrato in vigore il 15 ottobre 2024, ha modificato e integrato il D.lgs. 47/2020 in materia di ETS, colmando il ritardo nel recepimento che aveva portato all'apertura di due procedure di infrazione da parte della Commissione europea nel gennaio 2024. L'implementazione dell'ETS marittimo in Italia è stata caratterizzata da significativi ritardi normativi che hanno compromesso la capacità del settore di prepararsi adeguatamente ai nuovi obblighi. Il recepimento delle Direttive UE 2023/958 e 2023/959 è avvenuto con il Decreto Legislativo 147/2024, pubblicato solo il 14 ottobre 2024, in ritardo rispetto alla scadenza europea del 31 dicembre 2023. Questo ritardo ha comportato l'apertura di due procedure di infrazione da parte della Commissione europea nel gennaio 2024

26 Questo ritardo riflette sia carenze nella comunicazione istituzionale sia difficoltà tecniche nell'apertura dei *carbon trading account*, particolarmente per le società non basate in Europa

27 D.lgs. 14 ottobre 2024, n. 147

28 Le società di navigazione italiane hanno l'obbligo di trasmettere al Comitato ETS, dal il 1° aprile 2024, un piano di monitoraggio per ciascuna nave. se un soggetto diverso assume, in base ad accordo contrattuale, la responsabilità finale dell'acquisto del carburante o dell'esercizio della nave, o di entrambi, tale soggetto sia tenuto a rimborsare alla società di navigazione i costi derivanti dalla restituzione delle quote. È nullo qualsiasi patto contrario.

protossido di azoto (dal 2026) e le nuove tipologie di navi[29]. Le sanzioni per il mancato rispetto degli obblighi sono severe: le società che non restituiscono quote sufficienti a coprire le loro emissioni sono soggette a una penale di 100 euro per tonnellata di CO2 in eccesso, mentre il ripetuto mancato rispetto degli obblighi di monitoraggio e comunicazione può portare a un ordine di espulsione dai porti UE[30].

Il Cluster marittimo italiano ha denunciato la preoccupante assenza del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti (MIT) dal tavolo di concertazione per l'assegnazione delle risorse generate dall'EU-ETS[31]. Mentre il MIT - considerando le competenze maturate nell'attuazione delle azioni di sostegno alle Autostrade del Mare e all'intermodalità ferro-mare - avrebbe dovuto avere un ruolo centrale nelle strategie per la decarbonizzazione del trasporto marittimo.

29 Regolamento UE 2015/757 del Parlamento europeo e del Consiglio concernente il monitoraggio, la comunicazione e la verifica delle emissioni di CO2 generate dal trasporto marittimo

30 Direttiva (UE) 2023/959, disposizioni sanzionatorie

31 *Emission Trading System, l'appello del cluster marittimo: Al MIT un ruolo centrale*, in *Informazioni Marittime*, 26 luglio 2024

3. Costi, criticità e opportunità a livello globale

Il mercato dei crediti di carbonio[32] per il settore marittimo opera, si è anticipato, attra-

32 Ricorda M. Lazzari, *Crediti di carbonio: conoscere uno strumento chiave,* in *Amministrazione & Finanza*, 2023, 45 ss., che "i crediti di carbonio sono stati introdotti nel 1997 dal Protocollo di Kyoto, e sanciti nel 2015 dall'Accordo di Parigi, come titoli finanziari negoziabili su mercati dedicati. Grazie a questi strumenti Paesi, aziende e privati possono compensare il proprio impatto ambientale attraverso il sostegno a progetti registrati in accordo a riconosciuti standard internazionali che evitano, riducono o assorbono emissioni di gas a effetto serra altrove. Negli anni i crediti di carbonio si sono affermati come l'unico strumento in grado di agevolare davvero la transizione verso la Carbon Neutrality e il Net Zero, ovvero verso gli obiettivi che tutti gli Stati aderenti all'Accordo di Parigi". L'articolo 6 dell'Accordo di Parigi rappresenta un pilastro fondamentale per la cooperazione internazionale nella lotta ai cambiamenti climatici, delineando i meccanismi di trasferimento di risultati di mitigazione e di creazione di crediti di carbonio e promuovendo approcci di cooperazione volontaria e non di mercato, nel rispetto dei principi di integrità ambientale e di prevenzione del doppio conteggio. La sua attuazione, consolidata dalla COP29 di Baku nel novembre 2024, ha rimosso le principali barriere legali e tecniche, aprendo la strada a un mercato globale del carbonio più trasparente e integrato, con effetti economici stimati in riduzioni di costi fino a 250 miliardi di dollari annui entro il 2030. Tuttavia, permangono criticità legate alla trasparenza, alla qualità dei crediti e ai rischi di greenwashing, che richiedono un rigoroso rispetto dei principi di verificabilità e addizionalità delle unità di riduzione. La prospettiva futura si concentra sull'innovazione tecnologica, con l'impiego di blockchain, intelligenza artificiale e registri digitali, e sull'integrazione con altri strumenti di mercato e standard privati, al fine di rafforzare la cooperazione e accelerare la decarbonizzazione globale. La corretta implementazione di tali meccanismi, secondo i criteri di trasparenza e responsabilità, sarà determinante per il successo dell'intero sistema e per il raggiungimento degli obiettivi di neutralità climatica entro il 2050. In arg. S. de Clara, *The Economic Potential of Article 6 of the Paris Agreement and Implementation Challenges*, in *World Bank Tech. Paper*, 2019, 1 ss., disponibile in hdl.handle.net; H. Schneider, F. Obergassel, *Environmental Integrity under Article 6 of the Paris Agreement*, *Oeko Discussion Paper*, 2019, 1 ss., disponibile in www.oeko.de; M. Fermeglia, R. Luporini, *"Urgenda-Style" Strategic Climate Change Litigation in Italy,* in *Chinese Journal of Environmental Law*, VII, 2023, 245 ss.; N. Ahonen *et al.*, *Linkages between Article 6 of the Paris Agreement and Voluntary Carbon Markets*, *NEFCO Report*, giugno 2025, 1 ss., disponibile in www.nefco.int; M. Obergassel, L. Hörsch, *Development of UNFCCC Negotiations under COP25: Article 6 Perspective*, in *Open Political Science*, III, 2019, 1 ss., disponibile in www.degruyter.com; E. Ratajczak-Juszko, *Market Mechanisms, Corporations and Article 6 of the Paris Agreement*, in *SSRN Electronic Journal*, 2025, disponibile in papers.ssrn.com.

verso l'acquisto di EUA[33], ciascuna delle quali corrisponde al diritto di emettere una tonnellata di CO2 equivalente. Le quote possono essere acquisite attraverso aste primarie

33 La natura delle EUA è stata in un primo momento incerta. I primi commentatori (P. de'Capitani di VIMERCATE, *L'Emissions Trading Scheme: aspetti contabili e fiscali*, in *Diritto e pratica tributaria*, 2010, 15 ss.) rilevavano (7 – 28) che il "primo nodo fondamentale (...) concerne la qualificazione giuridica delle quote. Questo, infatti, è il termine impiegato nella versione italiana della Direttiva n. 2003/87/CE, ma l'interpretazione letterale fondata sull'analisi delle varie versioni della direttiva non aiuta, giacché mentre la versione inglese utilizza il termine allowance, quella tedesca impiega il termine Zertifikat (zur Berechtigung), quella francese il termine quota e quella spagnola il termine derecho de emisiòn. La Direttiva n. 2003/87/CE, in particolare, non contiene alcun cenno alla natura giuridica delle quote di emissioni. Secondo una prima ipotesi le quote sarebbero assimilabili agli strumenti finanziari, cosicché la relativa disciplina contabile e fiscale troverebbe applicazione; a ben vedere però, la disciplina italiana non milita in tal senso. (...) Non vi sono dubbi, invece, sul fatto che i contratti derivati basati sulle quote di emissioni rientrino nella definizione di «strumenti finanziari», in quanto sono espressamente considerati nell'art. 1, 2° comma, lett. j), d.lgs. n. 58 del 1998. Chiarito quindi che le quote di emissioni di gas a effetto serra non possono essere comprese tra gli strumenti finanziari, si osserva che in Francia la legge attuativa della Direttiva n. 2003/87/CE ha dedicato un paragrafo specifico riguardo a tale aspetto. L'articolo L. 229-15, della Ordonnance n. 2004-330 du 15 avril 2004, portant création d'un système d'échange de quota d'émission de gaz à effet de serre (30), dispone infatti che les quotas d'émission de gaz à effet de serre délivrés aux exploitants d'installations autorisée à émettre ces gaz sont des biens meubles exclusivement matérialisés par une inscription au compte de leur détenteur dans le registre national mentionné à l'article L. 229-16. Ils sont négociables, transmissibles par virement de compte à compte et confèrent des droits identiques à leur détenteur. Le trasfert de propriété des quotas résulte de leur inscription, par le teneur du registre national, au compte du bénéficiaire à la date et dans les conditions définies par décret. La legge francese stabilisce, dunque, che le quote sono beni mobili immateriali, il cui passaggio di proprietà avviene mediante l'annotazione nel conto dell'acquirente presso il registro nazionale. (...) Pare che le quote di CO2 possano qualificarsi dal punto di vista giuridico come «autorizzazioni» o come «concessioni amministrative» ad emettere gas a effetto serra. Successivamente, tuttavia, il legislatore unionale includeva le EUA tra gli strumenti finanziari, come ricordato da F. Amici, *Cessione di quote di emissione*, in *Bilancio e revisione*, 2025, 34: la< "Direttiva 2014/65/UE del Parlamento e del Consiglio del 15 maggio 2014 - Markets in Financial Instruments o MiFID II" ascrive "le quote di emissione nel novero degli strumenti finanziari", e il legislatore interno si adeguava con il D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129, art. 1, lett. p), che ha attuato la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari. L'inclusione delle quote di emissione tra gli strumenti finanziari si era resa necessaria a ragione del diffondersi di pratiche fraudolente facevano emergere l'esigenza di rafforzare la trasparenza ed aumentare la sicurezza degli scambi negli ETS europei, eppertanto la Direttiva MiFID II annoverando le quote di emissione nell'elenco degli strumenti finanziari perseguiva l'obiettivo di ricondurre, quanto più possibile, il mondo degli scambi che ruota attorno alle quote di emissione, nelle aree di competenza delle banche e degli intermediari finanziari. Di conseguenza, l'applicazione delle regole sugli abusi di mercato (Regolamento (UE) n. 596/2014), dell'antiriciclaggio e delle normative sui mercati finanziari garantisce una maggiore trasparenza e sicurezza negli scambi di quote ETS. Gli operatori sono così tutelati contro pratiche scorrette, come la diffusione di informazioni false, e possono accedere più facilmente ai dati relativi ai prezzi delle quote di CO2. L'inserimento delle quote tra gli strumenti finanziari rafforza il controllo da parte di intermediari e banche, riducendo il rischio di frodi che in passato erano favorite dall'assenza di una regolamentazione specifica. Restano però da chiarire alcuni aspetti, come i diritti dei detentori delle quote e la possibilità di utilizzarle come garanzia, elementi che attualmente non sono ancora pienamente disciplinati.

organizzate dagli Stati membri[34] o sul mercato secondario[35], dove vengono scambiate tra operatori attraverso mercati regolamentati[36] come il European Energy Exchange

In dottrina v. M. Bufano, F. Capasso, J. Di Giampaolo, N. Pellegrini, *Il sistema per lo scambio delle quote di emissione dell'UE (ETS UE)*, in *Mercati, infrastrutture e sistemi di pagamento*, n. 39, Banca d'Italia, Roma, 2023; F. Mocci, J. Facchini, *La nuova disciplina delle quote di emissioni tra MiFID II e MAR*, in *Diritto Bancario*, 2015, disponibile in dirittobancario.it.; U. Caracino, F. Pavesi, *Le quote di emissione di CO2 come strumento finanziario alla luce della MiFID* II, in *Diritto Bancario*, 2012, disponibile in dirittobancario.it; F. Garganese, *Profili di rilevanza tributaria delle movimentazioni delle quote nel sistema di scambio europeo*, *in Riv. trim. dir. trib.*, 2023, 566; F.L. Gambaro, *Emissions Trading tra aspetti pubblicistici e profili privatistici*, cit.,865 ss.; E. Cicigoi - P. Fabbri, *Mercato delle emissioni ad effetto serra: istituzioni ed imprese protagoniste dello sviluppo sostenibile*, cit.; GSE, *Rapporto sulle aste di quote europee di emissione. I trimestre 2025,* cit.

34 La partecipazione alle Aste in Italia è stata regolata dalla Consob con Delibera n. 23270/2024 "Adozione del regolamento in materia di autorizzazione e vigilanza dei soggetti legittimati a presentare offerte nel mercato delle aste delle quote di emissione ai sensi dell'articolo 20-ter, comma 1, del d.lgs. n. 58/1998". Sullo scambio delle quote di emissione cfr. F. Amici, *Cessione di quote di emissione*, cit., 34, il quale osserva che l'assegnazione dei permessi di inquinamento principalmente attraverso la vendita all'asta è "la soluzione di gran lunga più semplice e, generalmente, più economica", pur potendo, in alternativa, le autorità pubbliche "concedere gratuitamente i permessi di inquinamento (*grandfathering*) in un quantitativo determinato in base all'ammontare delle emissioni passate oppure (*updating*) di informazioni aggiornate nel tempo. Beneficiari delle assegnazioni a titolo gratuito sono, in prevalenza, gli impianti che producono merci ad alta intensità di emissioni. Attraverso tali procedure di assegnazione, le autorità regolamentari mirano ad attenuare il rischio di rilocalizzazione delle emissioni di carbonio (c.d. *carbon leakage* diretto) - in Paesi dotati di standard ambientali meno stringenti rispetto a quelli europei". In arg. v. M. Nardini, *L'evoluzione dell'emission trading system europeo e l'impiego dei proventi delle aste CO2*, in *Amministrazione in cammino*, 2020; L. Fierro, *La politica climatica comunitaria e l'industria dell'auto,* in *Riv. giur. amb.*, 2013, pag. 687; E. Cicigoi - P. Fabbri, *Mercato delle emissioni ad effetto serra*, Bologna, 2007; M. Lipari, *Il commercio delle emissioni*, in E. Bruti Liberati - F. Donati (a cura di), *Il nuovo diritto dell'energia tra regolazione e concorrenza*, Torino, 2007, 183 ss.; M. D'Auria, *L'emission trading e la negoziazione policentrica*, in S. Cassese - M. Conticelli (a cura di), *Diritto e amministrazioni nello spazio giuridico globale*, Milano, 2006, 251 ss.; Id., *La Direttiva europea 'Emission Trading, e la sua attuazione in Italia*, in *Giorn. dir. amm.*, 2005, 455 ss.; E. Lucchini Guastalla, *Il trasferimento delle quote di emissione di gas serra*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 291 ss.; V. Jacometti, *I Tradable pollution rights: nozione, origine e caratteristiche*, in B. Pozzo (a cura di), *La nuova direttiva sullo scambio di quote di emissione. La prima attuazione europea dei meccanismi previsti dal Protocollo di Kyo*to, Milano, 2003, 39; Id., *Lo scambio di quote di emissione. Analisi di un nuovo strumento di tutela ambientale in prospettiva comparatistica*, Milano, 2010; B. Pozzo, *La nuova Direttiva (2003/87/CE) sullo scambio delle quote di emissione: prime osservazioni*, in *Riv. giur. ambiente*, 2004, 11 ss.

35 F. Amici, *Cessione di quote di emissione*, cit., 35: "tenuto conto dei valori che definiscono il livello massimo di inquinamento consentito in un determinato arco temporale, gli impianti produttivi che rilasciano nell'atmosfera quantità di biossido di carbonio inferiori ai limiti stabiliti generano carbon credits acquistabili da altre imprese che necessitano di permessi di inquinamento ulteriori rispetto a quelli assegnati. In altre parole, è lecito immettere nell'ambiente un quantitativo di CO2 superiore rispetto ai limiti fissati dall'autorità pubblica, purché vengano reperiti ulteriori permessi di inquinamento. Soluzione, quest'ultima, cui devono necessariamente ricorrere gli impianti industriali che, a fronte di una crescita della produzione, non possono, o non ritengono conveniente, adottare tecnologie e processi produttivi con un minore impatto ambientale".

36 Le aste si svolgono, infatti, su piattaforme individuate tramite gara d'appalto e gestite nelle modalità previste dal Regolamento UE 2023/2830 del 17 ottobre 2023

(EEX) con sede a Lipsia (che gestisce, tra l'altro, la piattaforma CAP3[37]), e l'Intercontinental Exchange (ICE)[38] con sede a Londra[39]. L'analisi dei dati di mercato[40] mostra una tendenza al rialzo dei prezzi delle quote, che hanno evidenziato una forte volatilità[41] nel corso del 2024, oscillando da un picco di 80,50 euro per tonnellata a gennaio fino a un minimo di 51,08 euro a marzo, per poi risalire verso i 76,35 euro a giugno[42].

Oltre ai mercati regolamentati, le quote possono essere scambiate attraverso transazioni bilaterali over-the-counter (OTC), che risultano più accessibili per le piccole

37 CAP3 (Definitive Common Auction Platform) è una piattaforma centralizzata a livello europeo che raccoglie le quote di proprietà di 25 Stati membri, inclusa l›Italia, di 3 stati EFTA (Islanda, Liechtenstein e Norvegia) e delle quote destinate al Fondo Innovazione e al Fondo Modernizzazione. Il GSE assolve alla funzione di Responsabile del Collocamento per l'Italia ai sensi degli articoli 6, 23, 42- *undecies* del Decreto Legislativo 47/2020 come modificato dal decreto legislativo 147/2024. Una Convenzione con il Ministero dell'Economia e delle Finanze disciplina le attività che il GSE svolge nell'adempiere a tale ruolo. La Convenzione è stata rinnovata il 24 marzo 2025 per il periodo 2025-2027. Da luglio 2016 il GSE esprime, inoltre, membri nazionali aggiunti nel *Joint Procurement Steering Committee* (JPSC), Comitato costituito da Stati membri e Commissione europea responsabile dei rapporti contrattuali con la piattaforma comune europea. Dal 2008, il GSE è componente di diritto della Segreteria tecnica a supporto del Comitato ETS e dal 2024 vi siede unitamente a ENAC, ISPRA, SOGESID, società *in house* del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, Unioncamere e Ministero dell'Economia e delle Finanze. Il GSE fornisce, come stabilito dall'art. 4 del d.lgs. n. 47/2020, supporto tecnico-specialistico al Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica per la gestione del meccanismo *opt-out* e per la gestione del c.d. ETS-2. Sul punto GSE, *Rapporto sulle aste di quote europee di emissione. I trimestre 2025,* cit.

38 Che rappresenta il mercato dei derivati del carbonio più liquido al mondo, offrendo: *futures* EUA (contratti *futures* sulle quote di emissione europee); opzioni su EUA (strumenti derivati per la gestione del rischio), EUA 2 *futures* (lanciati nel maggio 2025 per il nuovo sistema ETS2). Dal lancio, oltre 173 miliardi di quote di carbonio sono state scambiate su ICE, con un controvalore superiore a 1 trilione di dollari di contratti ambientali scambiati annualmente

39 Ricorda A. COMELLI, *Convenzione multilaterale sulla carbon tax e crediti d'imposta con finalità ambientale*, in *Diritto e pratica tributaria*, 2025, 469 ss. a 486-487, che "questo sistema, basato, sul piano teorico, sul teorema di Coase, prevede la creazione di un mercato e di un bene, formato dalla quota, che in tale mercato può circolare con il valore economico dallo stesso determinato, secondo il principio "cap and trade"". Precisa F. AMICI, cit., 35 che il "riferimento è a quelle misure che prevedono l'attribuzione di diritti di proprietà sulle risorse da gestire. Tali misure si basano sul principio secondo cui, in presenza di costi transattivi pari a zero, la contrattazione porta a un'allocazione ottimale della proprietà".

40 ESMA Market Report EU carbon markets 2024

41 La volatilità è stata attribuita alla domanda cauta di quote, alla ridotta produzione delle centrali elettriche fossili dovuta alla crescita delle rinnovabili, e a condizioni meteorologiche favorevoli alla generazione di energia pulita.

42 Nel 1° trimestre 2025, sul mercato primario sono state collocate dagli Stati membri circa 148,6 milioni di quote EUA, ad un prezzo medio di 73,3 euro, ricavando proventi pari a circa 10,9 miliardi di euro. Rispetto al 1° trimestre 2024, i proventi complessivi sono aumentati di circa 3 miliardi di euro, registrando una variazione del +38,8% a seguito principalmente degli aumenti nei prezzi di aggiudicazione (+27%). Per l'Italia, nel 1° trimestre 2025 sono state collocate all'asta circa 9 milioni di EUA che, ad un prezzo medio di 73,3 euro, hanno generato proventi per 655,6 milioni di euro, +22% rispetto al I trimestre 2024 a seguito dell'aumento dei prezzi (+27%) che ha compensato la diminuzione delle quote messe all'asta (-3,8%). Cfr. GSE, *Rapporto sulle aste di quote europee di emissione. I trimestre 2025*

e medie imprese[43]. Questo duplice sistema offre flessibilità operativa mantenendo al contempo un elevato livello di supervisione normativa, aspetto cruciale per prevenire manipolazioni di mercato e garantire la formazione efficiente dei prezzi.

L'impatto economico dell'ETS marittimo presenta dimensioni considerevoli a livello globale. L'inclusione del settore marittimo nell'ETS ha, tuttavia, introdotto una nuova fonte di domanda di quote, stimata in circa 90-100 milioni di tonnellate di CO^2 equivalenti annue a regime[44]. Questa domanda aggiuntiva ha contribuito a sostenere i prezzi delle quote, creando un effetto di *spillover* sui settori già inclusi nel sistema così da rafforzare il segnale di prezzo del carbonio, aumentando l'efficacia del sistema nel promuovere investimenti in tecnologie pulite.

Sul piano dei costi l'impatto economico dell'ETS marittimo presenta dimensioni considerevoli che variano significativamente in funzione dell'evoluzione dei prezzi del carbonio e del livello di copertura delle emissioni. A livello globale, si stima che il comparto dovrà sostenere costi annuali di quasi 7 miliardi di euro se il prezzo del carbonio si manterrà intorno ai 90 euro per tonnellata durante il 2024[45]. Questa stima evidenzia la portata finanziaria della trasformazione in corso e la necessità per il settore di sviluppare strategie di gestione del rischio carbonio. L'estensione dell'EU ETS al settore marittimo ha pertanto, prevedibilmente, generato anche una crescente domanda di soluzioni assicurative [46] e tecnologiche[47] per la gestione del rischio carbonio.

L'elemento chiave per la riduzione la riduzione dei costi di *compliance* ETS è rappresentato dalla transizione verso combustibili alternativi. Transizione però allo

43 Il mercato secondario delle quote di emissione vale circa 850 miliardi di euro, rappresentando il 90% del mercato globale di scambio di quote di CO2. I prezzi sono passati da 4-5 euro per tonnellata nel 2017 a oltre 105 euro nel 2023

44 *Commissione europea. Impact Assessment accompanying the proposal for a directive amending Directive 2003/87/EC*, SWD (2021) 635 final

45 *Transport & Environment. Analysis of ETS maritime costs*, Bruxelles, 2024

46 Le compagnie di navigazione si trovano ad affrontare rischi di insolvenza, rischi di mancato pagamento e rischi normativi associati al processo di maturazione della legislazione. Cfr. G. Osborne, O. Colman, *EU ETS expansion to shipping spurs demand for carbon and credit insurance in the maritime industry,* in wtwco.com, 2024, i quali osservano che l'EU ETS esteso al settore marittimo comporta nuovi e rilevanti rischi finanziari e di credito sia per gli armatori sia per i gestori delle navi, specialmente in caso di mancato pagamento o insolvenza. Per far fronte a tali rischi, il mercato assicurativo sta sviluppando soluzioni innovative, tra cui polizze specifiche e garanzie bancarie, che consentono agli operatori del settore di tutelarsi rispetto agli obblighi derivanti dall'acquisto delle quote di emissione, offrendo maggiore sicurezza e stabilità finanziaria in un contesto normativo in rapida evoluzione

47 Lo sviluppo di piattaforme tecnologiche specializzate sta facilitando l'accesso del settore marittimo al mercato ETS. Società come OceanScore hanno lanciato sistemi integrati di gestione delle emissioni e trading delle quote EUA, che automatizzano l'acquisizione dei dati operativi delle navi, valutano il fabbisogno di quote, le allocano agli stakeholder appropriati e tracciano le posizioni aperte. Queste piattaforme incorporano strumenti di trading e sistemi API con fornitori di servizi di verifica, assicurando che i dati utilizzati corrispondano ai dati annuali verificati finali

stato assai problematica. L'analisi dei combustibili disponibili evidenzia un *trade-off* complesso tra costi, benefici ambientali e disponibilità tecnologica. I combustibili fossili tradizionali (VLSFO, MGO) mantengono vantaggi in termini di costi e disponibilità ma non offrono riduzioni significative delle emissioni, risultando non conformi agli obiettivi FuelEU a medio termine. Il gas naturale liquefatto (LNG) presenta costi competitivi e riduce le emissioni del 20%, ma la sua conformità agli standard futuri rimane parziale. I combustibili sintetici (e-ammoniaca, e-idrogeno) offrono riduzioni delle emissioni fino al 95% ma comportano costi significativamente più elevati e richiedono investimenti infrastrutturali massicci. Il metanolo emerge come una soluzione di compromesso, con riduzioni del 65% delle emissioni e costi intermedi accettabili.

Appaiono, tuttavia, nel breve periodo, maggiormente promettenti le tecnologie di cattura e stoccaggio del carbonio a bordo (Onboard Carbon Capture - OCC) che rappresentano attualmente una frontiera innovativa per la riduzione delle emissioni. I progetti sviluppati da enti come RINA e i gruppi armatoriali italiani dimostrano la fattibilità tecnica di sistemi integrati per la cattura, liquefazione e stoccaggio della CO2 direttamente sulle navi ovvero degli interventi per migliorare l'efficienza del naviglio (interventi di *retrofit* energetico)[48].

L'implementazione dell'ETS marittimo nell'UE rappresenta, in ogni caso, un caso di studio unico per l'analisi degli impatti di politiche climatiche regionali su settori caratterizzati da elevata mobilità internazionale. La gestione finanziaria del portafoglio di quote EUA sta emergendo come una competenza critica per le compagnie di navigazione. Strategie di *hedging*[49] attraverso contratti *futures* e opzioni[50] possono aiutare a mitigare la volatilità dei prezzi del carbonio, mentre l'ottimizzazione temporale degli acquisti di quote può generare risparmi significativi[51]. Tuttavia, queste strategie richiedono competenze finanziarie specializzate che potrebbero non essere disponibili presso tutte le compagnie, particolarmente quelle di dimensioni minori. La natura unilaterale dell'iniziativa europea, specie in presenza di un mercato immaturo, può così generare

48 Il Gruppo d'Amico ha ottenuto i primi crediti di carbonio "Gold Standard" per interventi di retrofit energetico su dieci navi della flotta, dimostrando la possibilità di generare crediti verificati attraverso miglioramenti dell'efficienza energetica. Tuttavia, come nota M. Lazzari, *Crediti di carbonio: conoscere uno strumento chiave,* cit., 50, osservando "i registri pubblici dei principali carbon standard internazionali - il VCS di Verra o l'Impact Registry di Gold Standard - per verificare che sono davvero pochissimi i progetti registrati sviluppati in Paesi industrializzati". Quindi sebbene sia teoricamente possibile "generare crediti di carbonio da progetti realizzati in Italia" ciò resta "molto difficile" e "se un'azienda si imbatte in un progettista che sostiene oggi di poterli vendere deve stare molto attenta perché rischia di ricadere nel greenwashing".

49 M. Błażejowska, A. Czarny, I. Kowalska, A. Michalczewski, P. Stępień, *The Hedging Strategies of Enterprises in the European Union Allowances Market—Implementation Actions for Sustainable Development*, in *Sustainability,* 2025, 17, 2099

50 M. Lamphiere, J. Blackledge, D. Kearney, *Carbon Futures Trading and Short-Term Price Prediction: An Analysis Using the Fractal Market Hypothesis and Evolutionary Computing. Mathematics*, 2021, 9, 1005

51 ESMA Market Report EU carbon markets 2024

distorsioni competitive significative, particolarmente per i porti europei che competono con *hub* extra-UE non soggetti ai costi del carbonio[52].

4. Criticità dell'Implementazione in Italia

Il settore marittimo italiano presenta caratteristiche strutturali specifiche che lo rendono particolarmente vulnerabile agli impatti dell'ETS, particolarmente evidenti nei segmenti del *transhipment* e delle "Autostrade del Mare". Secondo i dati del rapporto "Italian Maritime Economy 2024" di SRM, i porti italiani hanno movimentato nel 2024 complessivamente 480,7 milioni di tonnellate di merci, con un incremento del 1,3% rispetto all'anno precedente[53]. Il traffico container ha registrato una crescita più sostenuta, raggiungendo 11,9 milioni di TEU con un aumento del 5,4% rispetto al 2023.

La distribuzione geografica dei traffici evidenzia la centralità del sistema portuale italiano nei flussi commerciali mediterranei. Trieste mantiene il primato come primo porto italiano con 59,6 milioni di tonnellate movimentate (+7,1% rispetto al 2023), seguito da Genova che si conferma primo porto container nazionale[54]. Il porto di Gioia Tauro, principale hub di *transhipment* nazionale con oltre 3,2 milioni di TEU movimentati nel 2023.

L'economia del mare italiana, secondo il XII Rapporto di Unioncamere, genera un valore aggiunto complessivo di circa 64,7 miliardi di euro, pari al 3,7% del PIL nazionale[55]. Una caratteristica distintiva del settore marittimo italiano è la presenza significativa di traffici di cabotaggio e di continuità territoriale, particolarmente rilevanti per i collegamenti con le isole. Questi servizi, spesso caratterizzati da obblighi di servizio pubblico e margini operativi ridotti, risultano particolarmente vulnerabili all'incremento dei costi derivante dall'ETS. La Sardegna e la Sicilia, in particolare, dipendono criticamente dai collegamenti marittimi per l'approvvigionamento di merci e il trasporto di passeggeri, rendendo questi servizi essenziali per la coesione territoriale nazionale.

Le "Autostrade del Mare", servizi di trasporto marittimo a corto raggio che rappresentano un'alternativa sostenibile al trasporto stradale, rischiano di perdere competitività

52 C. Sys, T. Vanelslander, M. Adriaenssens, I. Van Rillaer (2025), *Maritime emissions trading in the EU: Systematic literature review and policy implications. Transport Policy*, 147, 71-85

53 SRM. Comunicato Stampa Italian Maritime Economy 2024. https://www.sr-m.it/media/files/CS-STAMPA-2024%20%28ECOMAR1907%29.pdf

54 Rivista TIR. Cresce il traffico merci nei porti italiani: + 1,3% nel 2024. https://rivistatir.it/cresce-il-traffico-merci-nei-porti-italiani-13-nel-2024/

55 *Centro Studi Tagliacarne. XII Rapporto nazionale economia del mare 2024*, in tagliacarne.it. Il settore turistico rappresenta la componente più rilevante con 18,5 miliardi di euro (28,6% del totale), seguito dal trasporto marittimo e dalla cantieristica navale. Questa articolazione settoriale evidenzia come l'impatto dell'ETS non si limiti al solo trasporto merci, ma coinvolga anche segmenti ad alta intensità di passeggeri come traghetti e navi da crociera.

rispetto alle rotte terrestri a causa dell'incremento dei costi derivante dall'ETS[56]. Questo effetto potrebbe paradossalmente compromettere gli obiettivi di sostenibilità del trasporto europeo, incentivando il trasferimento modale verso il trasporto stradale, caratterizzato da maggiori emissioni di CO2 per tonnellata-chilometro.

Anche il settore crocieristico italiano, che ha registrato nel 2024 un incremento del 17,3% dei passeggeri (13,8 milioni rispetto agli 11,3 milioni del 2023), si trova ad affrontare sfide significative a ragione dell'applicazione dell'ETS[57]. I porti di Civitavecchia e Napoli, che figurano nella "top 5" europea delle crociere, potrebbero perdere attrattività rispetto a destinazioni extra-UE non soggette ai costi dell'ETS.

L'applicazione asimmetrica dell'ETS - con tassazione al 100% per i paesi UE, al 50% per quelli extra UE e zero per le navi che attraversano il Mediterraneo senza sostare in porti europei - rischia inoltre di provocare un "crollo dei traffici" negli *hub* di *transhipment* italiani, particolarmente rilevante per il porto di Gioia Tauro. Le operazioni di trasbordo sono caratterizzate da margini operativi assai ridotti e da un'elevata sensibilità ai costi, rendendo questi servizi vulnerabili alla concorrenza degli *hub* portuali nordafricani non soggetti all'ETS. La perdita di traffici di *transhipment* potrebbe, peraltro, avere effetti moltiplicatori negativi sull'intero sistema logistico italiano, riducendo la connettività e l'efficienza delle catene di approvvigionamento, compromettendo il ruolo strategico dell'Italia come piattaforma logistica per il commercio Euro-Mediterraneo.

L'armamento italiano per effetto della implementazione della direttiva ETS e del Regolamento FuelEU si trova ad affrontare un incremento dei costi operativi significativo. Per il mercato marittimo italiano, le proiezioni indicano un costo che potrebbe passare gradualmente da circa 250 milioni di euro nel 2024, quando la copertura è limitata al 40% delle emissioni, fino a raggiungere 800 milioni di euro dal 2026, quando entrerà a regime la copertura completa del 100%. Le proiezioni a lungo termine suggeriscono un ulteriore incremento fino al miliardo di euro entro il 2030. L'analisi dell'impatto sui diversi segmenti evidenzia come i traghetti RO-RO/RO-PAX rappresentino il segmento

56 Corriere Marittimo. *Impatto devastante ETS su piccolo tonnellaggio e Autostrade del Mare,* corrieremarittimo.it/

57 PortNews, *Assoporti, pubblicati i dati 2024 dei porti italiani*, in portnews.it

più esposto con un impatto stimato di 300 milioni di euro nel 2026[58]. Il *container transhipment* presenta, tuttavia, la vulnerabilità competitiva più elevata (95%) a causa della forte concorrenza dei porti nordafricani non soggetti all'ETS.

Particolarmente critica, come si è anticipato, risulta la situazione dei collegamenti con le isole, dove l'elevato costo delle quote ETS si traduce in aumenti tariffari che ricadono direttamente sull'utenza e sulle merci trasportate[59].

La preoccupazione centrale per l'Italia è però rappresentata dal "carbon leakage" a ragione dell'esenzione dal sistema ETS dei principali *competitors* nordafricani dei porti italiani[60]. Porti come Tanger Med in Marocco o Port Said in Egitto[61] potrebbero, infatti, beneficiare di un vantaggio competitivo significativo, particolarmente per le attività di *transhipment* caratterizzate da elevata sensibilità ai costi, nonostante la "clausola di trasbordo" che nell'intenzione del legislatore europeo dovrebbe attenuare il rischio di evasione consentendo alle autorità UE di non considerare come scalo alcuni porti limitrofi extraeuropei se ubicati a meno di 300 miglia nautiche da un porto AEE e se la

58 Osserva Assonime, circolare del 20 dicembre 2023 n. 31, che "in assenza di un meccanismo globale di *carbon pricing* e di una risposta politica coordinata a livello internazionale al problema dei cambiamenti climatici, va da sé che fino a quando i partner internazionali dell'UE non adotteranno politiche caratterizzate dallo stesso livello di ambizione delle politiche europee, gli sforzi eurounitari — unilaterali — compiuti per ridurre le emissioni possono essere vanificati da dinamiche di *carbon leakage* (come detto, trattasi della rilocalizzazione delle emissioni di carbonio; e ciò a maggior ragione laddove si consideri che il rischio principale di tale scenario è rinvenibile proprio nel fatto che le imprese europee nei settori industriali *carbon intensive* trasferiscono la produzione verso Paesi con vincoli in materia di emissioni meno stringenti, oppure che i prodotti europei siano sostituiti da prodotti importati a più elevato contenuto di carbonio. Meccanismo, quest'ultimo, che non solo porta, *de facto*, ad un aumento delle emissioni totali a livello mondiale, compromettendo l'efficacia delle politiche climatiche dell'UE, ma innesta anche un processo di "deindustrializzazione" in Europa con complessi e di non poco momento impatti sociali". In arg. v. M. Pianta, M. Lucchese, *Rethinking the European Green Deal: An Industrial Policy for a Just Transition in Europe*, in *Review of Radical Political Economics*, 2020, 3, 633 ss.; M. Peeters, N. Athanasiadou, *The continued effort sharing approach in EU climate law: Binding targets, challenging enforcement?*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 2020, 2, 201 ss.

59 Un'analisi condotta da Transport & Environment su oltre 500 viaggi ha rivelato un fenomeno di particolare interesse: in quasi il 90% dei casi le compagnie di navigazione stanno addebitando ai clienti costi superiori a quelli effettivamente sostenuti per conformarsi al sistema ETS[27]. I dati mostrano che Maersk realizza profitti aggiuntivi di circa 60.000 euro per tratta, seguita da MSC con 25.000 euro, Hapag Lloyd con 23.000 euro e CMA CGM con 14.000 euro. Questo meccanismo di "sovrapprezzo ETS" genera milioni di euro di profitti aggiuntivi annui per le maggiori compagnie di navigazione, sollevando questioni sulla trasparenza e l'equità del sistema, v. Transport & Environment, *Maritime ETS overcharging analysis*, Bruxelles, 2024.

60 I dati del 2024 mostrano primi segnali preoccupanti di *carbon leakage*. La- crescita del transhipment (+14,9%) si concentra su hub extra-UE, mentre si registra un calo dell'import-export container (-3,1%) nei porti italiani. Questo fenomeno, accompagnato dal trasferimento di rotte verso porti nordafricani non soggetti all'ETS, conferma le preoccupazioni di Assarmatori e giustifica la necessità di misure correttive urgenti.

61 Questo rischio è amplificato dalla posizione geografica strategica di questi porti, che consente loro di servire efficacemente i traffici tra Europa, Africa e Asia.

quota di *container* trasbordati supera il 65% del traffico totale, ma che è considerata solo parzialmente efficace dagli operatori del settore.

In un effetto sistemico gli effetti negativi potrebbero contagiare anche l'industria cantieristica navale italiana: la domanda di nuove costruzioni e di servizi di manutenzione potrebbe ridursi se le compagnie di navigazione italiane perdessero quote di mercato o trasferissero le proprie attività all'estero. L'applicazione dell'ETS marittimo genera, inoltre, rischi significativi per la competitività internazionale del settore navale italiano. L'incremento dei costi operativi derivante dall'acquisto di quote EUA potrebbe incentivare le compagnie di navigazione a trasferire le proprie attività verso registri navali extra-europei, compromettendo la base industriale nazionale del settore. Il fenomeno della "fuga dalle bandiere" rappresenta, pertanto, una preoccupazione particolare per l'Italia, considerando che il registro navale italiano compete già con registri europei più attrattivi come quello maltese[62]. L'incremento dei costi derivante dall'ETS potrebbe accelerare questo processo, riducendo ulteriormente la flotta battente bandiera italiana e compromettendo l'occupazione marittima nazionale.

Non sorprende, allora, che la posizione degli *stakeholder* italiani rispetto all'ETS marittimo sia caratterizzata da una crescente preoccupazione per gli effetti distorsivi del sistema sulla competitività del settore nazionale. Le associazioni armatoriali hanno espresso ripetutamente critiche alla metodologia di monitoraggio adottata dalla Commissione europea, considerata inadeguata per valutare i rischi di *carbon leakage* e le distorsioni competitive[63]. In particolare, si è evidenziato come la Direttiva (UE) 2023/959 non tenga in considerazione le peculiarità dei segmenti più fragili del settore marittimo, creando alti rischi di trasferimento delle emissioni anziché riduzione, con conseguente perdita di competitività e di *business*.

Il Governo italiano ha assunto una posizione di *leadership* a livello europeo nel sollecitare una revisione dell'approccio della Commissione europea. Nel Consiglio dei ministri dei Trasporti dell'Unione Europea del dicembre 2024, il Ministro delle Infrastrutture e dei Trasporti ha presentato, insieme ai Ministri di altri otto Stati Membri, tra cui i Paesi marittimi mediterranei, una dichiarazione per chiedere alla Commissione Europea di monitorare in modo predittivo e sanare in via preventiva gli effetti distorsivi causati dall'applicazione dell'ETS al settore marittimo. La dichiarazione, firmata anche da Bulgaria, Cipro, Grecia, Malta, Portogallo, Romania e Spagna, evidenzia una convergenza tra gli Stati mediterranei sulla necessità di invertire la rotta rispetto a un approccio metodologico considerato fragile e alla volontà manifesta della Commissione di non intervenire preventivamente, nonostante i campanelli d'allarme siano molteplici. Questa coalizione mediterranea rappresenta un contrappeso significativo alla posizione dei Paesi nordici, sostanzialmente favorevoli all'approccio tenuto dalla Commissione

62 Shipping Italy, *Allarme di Assarmatori sulla fuga da Gioia Tauro e dalla bandiera italiana*, in shippingitaly.it

63 Assarmatori, *Bene l'Italia protagonista in Europa sulle criticità dell'ETS*, in assarmatori.eu

europea.

5. La Possibilità di sviluppare un mercato OTC e gli strumenti finanziari per i carbon credits marittimi

Lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi rappresenta un elemento cruciale per facilitare la transizione del settore marittimo verso la neutralità climatica[64]. Come non si è mancato di rilevare "rispetto ai tradizionali sistemi di regolamentazione *command and control*, i mercati del carbonio garantiscono maggiore flessibilità, economicità ed efficienza nel perseguire gli obiettivi di riduzione del valore aggregato di emissioni di CO2. Qualità, quelle menzionate, che si apprezzano soprattutto sul piano della gestione dei costi. In tal senso, decisiva conferma può essere tratta dal fatto che gli strumenti di mercato, influenzando i prezzi e le quantità assolute o per unità di prodotto, ammettono implicitamente differenze tra le imprese, consentendo di ridurre considerevolmente i costi connessi ai miglioramenti ambientali"[65]. I mercati over-the-counter (OTC)/VCMs[66] offrono maggiore flessibilità rispetto agli scambi centralizzati, consentendo negoziazioni bilaterali con termini personalizzati, pur necessitando di sostanziali miglioramenti strutturali per crescere[67].

Il mercato OTC è caratterizzato da transazioni dirette tra due parti senza passare attraverso uno scambio pubblico centralizzato, offrendo vantaggi in termini di flessibilità, *privacy* e possibilità di negoziare volumi e termini specifici. Per il settore marittimo italiano, questo approccio potrebbe facilitare l'accesso ai crediti di carbonio per le PMI del settore, che potrebbero trovare difficoltà nell'accesso ai mercati regolamentati.

Le piattaforme di *trading* dei crediti CO2 stanno emergendo come sistemi *online* che facilitano la compravendita di crediti di emissione, agevolando l'incontro tra chi possiede crediti non utilizzati e chi ha bisogno di acquistarli per compensare le proprie

64 L'UNIDROIT ha avviato nel 2023 i lavori per la formulazione dei *Principles on the Legal Nature of Verified Carbon Credits*. L'obiettivo è offrire uno strumento-guida agli Stati e agli operatori del settore per fronteggiare i principali problemi di diritto privato connessi alla circolazione di crediti di carbonio con particolare riguardo al mercato volontario. Per approfondimenti v. www.unidroit.org

65 F. Amici, cit. 34-35

66 I VCMs sono "sistemi di negoziazione, perlopiù non regolamentati, per i crediti di carbonio per il tramite dei quali gli operatori privati acquistano o vendono volontariamente carbon credits allo scopo di compensare le emissioni di CO2 derivanti dai processi produttivi. Per identificare il concetto di VCM concorrono, dunque, due elementi: l'uno è l'assenza di costrizione giuridica nell'acquisto dei carbon credits; l'altro è la sostanziale mancanza di un assetto regolamentare volto a disciplinare la negoziazione delle quote di emissione all'interno di tali sistemi di scambio", così F. Amici, cit., 36-37.

67 D. Russo, *Decarbonizzazione, i potenziali sviluppi del mercato della CO2*, nel *Sole 24 Ore*, 26 aprile 2025

emissioni[68]. Queste piattaforme utilizzano tecnologie avanzate, inclusa la *blockchain*[69], per garantire trasparenza e tracciabilità nelle transazioni[70]. L'integrazione tra il merca-

68 Ad esempio v. le piattaforme AFS (www.afscommodities.com), ENMAC (enmacc.com), Carbon Planet (www.carbonplanet.earth), TRA.D.E.

69 S. Saraji, M. Borowczak , *A Blockchain-based Carbon Credit Ecosystem*, 2025, arxiv.org; S. Chakravorti, S. Rane, K. Thyagarajan, *Incentivizing Gigaton-Scale Carbon Dioxide Removal via a Climate-Positive Blockchain Jonathan Bachman*, 2023, arxiv.org; M. Parhamfar, I. Sadeghkhani, A. M. Adeli, *Towards the net zero carbon future: A review of blockchain-enabled peer-to-peer carbon trading*, in *Energy Sci. Eng*, 2024, 1242–1264

70 R. Mandaroux, C. Dong, G. Li, *A European Emissions Trading System Powered by Distributed Ledger Technology: An Evaluation Framework. Sustainability*, 2021, 13, 2106. https://doi.org/10.3390/ su13042106; H. Axelsen, U. Rasmussen, J. R. Jensen, O. Ross, F. Henglein, *Trading green bonds using distributed ledger technology,* 2023, arxiv.org

to volontario dei crediti di carbonio[71] e il settore marittimo rappresenta un'opportunità

71 L'Italia ha compiuto un passo significativo verso lo sviluppo di un mercato nazionale dei crediti ambientali con l'istituzione del Registro pubblico dei crediti di carbonio volontari agro-forestali, previsto dalla Legge 21 aprile 2023, n. 41 (conversione del D.L. 13/2023, cosiddetto decreto PNRR 3).- L'articolo 45, commi 2-quater a 2-octies, di questa legge ha affidato al CREA (Consiglio per la ricerca in agricoltura e l'analisi dell'economia agraria) la gestione di un registro destinato a certificare e tracciare i crediti di carbonio generati da attività aggiuntive di rimboschimento, imboschimento e gestione forestale sostenibile. Il quadro normativo del Registro si basa sul principio dell'addizionalità, elemento fondamentale per garantire l'integrità ambientale dei crediti generati. I crediti ammessi all'iscrizione devono derivare da attività aggiuntive rispetto a quanto previsto dalla normativa di settore vigente, assicurando che gli assorbimenti di carbonio certificati rappresentino un beneficio ambientale reale e misurabile (CREA futuro. I crediti di carbonio. https://creafuturo.crea.gov.it/14583/). Questa impostazione riflette le migliori pratiche internazionali in materia di crediti di carbonio e mira a prevenire i problemi di integrità che hanno caratterizzato alcuni mercati volontari internazionali. L'attivazione del Registro, prevista per l'inizio del 2026, è subordinata all'emanazione di decreti attuativi congiunti del Ministero dell'Agricoltura, della Sovranità Alimentare e delle Foreste (MASAF) e del Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica (MASE), previa intesa con la Conferenza Stato-Regioni. Questo processo di elaborazione normativa riflette la complessità del coordinamento tra competenze statali e regionali in materia forestale e ambientale, ma ha anche generato ritardi nell'operatività del sistema. Le modalità per il calcolo e la certificazione dei crediti generati sono definite in apposite Linee guida, attualmente in fase di approvazione attraverso decreto interministeriale. Queste Linee guida dovranno stabilire metodologie standardizzate per la quantificazione degli assorbimenti di carbonio, i protocolli di monitoraggio e verifica, e i criteri per l'iscrizione nel Registro. La qualità di queste metodologie sarà cruciale per garantire la credibilità e l'accettazione internazionale dei crediti italiani. Il mercato volontario dei crediti di carbonio in Italia presenta, tuttavia, caratteristiche di frammentazione e sottosviluppo che riflettono l'assenza di un quadro normativo consolidato. Secondo il monitoraggio condotto dal "Nucleo Monitoraggio Carbonio" del CREA dal 2011 al 2022, il mercato italiano è caratterizzato da fluttuazioni elevate di prezzo e volume e da un modesto utilizzo degli strumenti di certificazione dei crediti di carbonio generati. Un dato particolarmente significativo emerso dal monitoraggio riguarda la preferenza degli investitori italiani per crediti generati nei Paesi in via di sviluppo, dove la grande dimensione dei progetti consente di generare crediti certificati a prezzi inferiori. Solo il 7% dei crediti acquistati dalle imprese italiane è stato generato in Italia, mentre il restante 93% deriva da progetti realizzati all'estero (Il Sole 24 Ore. Dai boschi all'agricoltura, l'Italia nel mercato dei crediti di carbonio. https://www.ilsole24ore.com/art/dai-boschi-all-agricoltura-l-italia-mercato-crediti-carbonio-AHUyk9Z). Questa asimmetria evidenzia una perdita di opportunità economica per il settore agroforestale nazionale e sottolinea la necessità di sviluppare un mercato domestico competitivo. Le transazioni dei crediti generati in Italia sono ancora limitate sia dagli elevati costi di produzione dei crediti stessi, sia dalla mancanza di un chiaro riferimento normativo e istituzionale. I costi di certificazione, che possono raggiungere diverse migliaia di euro per progetto, rappresentano una barriera significativa per i piccoli proprietari forestali e le aziende agricole, limitando la partecipazione al mercato ai progetti di dimensioni maggiori. L'analisi temporale del mercato evidenzia una concentrazione delle transazioni nel biennio 2021-2022, che rappresenta l'80% del mercato complessivo dal 2011 al 2022. Questa concentrazione riflette la crescente attenzione delle imprese italiane verso gli obiettivi ESG (Environmental, Social, Governance) e la necessità di compensare le proprie emissioni per rispettare impegni volontari di neutralità climatica.

strategica[72] per lo sviluppo di sinergie nella gestione delle emissioni[73]. Sebbene l'utilizzo di crediti volontari per la *compliance* ETS sia esplicitamente escluso dalla normativa europea[74], che richiede l'utilizzo esclusivo di quote EUA per gli obblighi regolamentari, esistono significative opportunità per utilizzi complementari[75]. Non a caso si stanno

72 Due aziende giapponesi, Mitsui O.S.K. Lines (MOL) e Kobe Steel, hanno annunciato di aver compensato circa 2.875 tonnellate di emissioni di CO2 generate durante il trasporto marittimo di minerale di ferro dall'Australia al Giappone, acquistando crediti di carbonio certificati dal progetto REDD+ *Rimba Raya Biodiversity Reserve* in Indonesia. Il viaggio, durato sei settimane, è stato realizzato con la nave Capesize *Shinzan Maru*. L'iniziativa si inserisce nelle rispettive strategie aziendali per il raggiungimento delle emissioni nette zero entro il 2050. Cfr. C. Nielsen, *How voluntary carbon market can help decarbonise shipping*, in *Quadriz*, 2023, disponibile su quadriz.com

73 L'affidamento della supervisione del mercato a un'autorità indipendente rappresenta un elemento cruciale per lo sviluppo di un mercato nazionale integrato dei crediti ambientali. Questa autorità potrebbe garantire l'integrità del sistema e la fiducia degli operatori.

74 Da più parti si chiede di modificare la direttiva ETS in modo da rimuovere tale limite, anche in considerazione della stagnazione del mercato dei crediti di carbonio, v. in arg. A. Ronch, *Il Paradosso dei Crediti di CO2,* in co2advisor.it, 2024, il quale rileva che la disponibilità attuale di crediti di CO2 è fortemente inferiore rispetto al potenziale di compensazione: a fronte di circa 372 milioni di crediti generati annualmente a livello globale, si stima che oltre 5 miliardi di tonnellate di CO2 equivalenti potrebbero teoricamente essere compensate. Nonostante questo divario, la domanda reale di crediti resta modesta, determinando prezzi medi ancora contenuti. Ciò alimenta la percezione diffusa che i crediti siano una "scorciatoia" poco credibile, scoraggiando sia investimenti che l'evoluzione degli standard. Tuttavia, all'avvicinarsi delle scadenze climatiche e con l'aumento dei costi marginali delle riduzioni, è prevedibile una forte rivalutazione di questi strumenti, sia nei mercati volontari che nei sistemi ETS. Alcune analisi prevedono che entro il 2040 i prezzi potrebbero superare i 150 USD per credito, con effetti significativi per aziende e *policy maker*, che dovranno adottare strategie tempestive per anticipare i rincari e sostenere tecnologie efficaci di abbattimento e rimozione

75 È urgente accelerare l›emanazione dei decreti attuativi del Registro CREA, assicurando interoperabilità con il futuro Registro unico europeo di cui al Regolamento UE 2024/3012. Questa iniziativa potrebbe posizionare l›Italia come leader nello sviluppo di mercati nazionali dei crediti ambientali.

affermando sul mercato piattaforme "ibride"[76], e che costituiscono un valido ausilio per gli imprenditori nello sviluppo delle proprie politiche di *compliance* ESG.

Le compagnie di navigazione potrebbero utilizzare crediti italiani per compensare le emissioni Scope 3 della loro catena del valore, per raggiungere obiettivi di neutralità climatica volontari, o per migliorare il proprio profilo ESG nei confronti di investitori e clienti sempre più attenti alla sostenibilità. L'integrazione potrebbe essere facilitata dallo sviluppo di progetti specifici che combinino benefici per il settore marittimo e per quello agroforestale.

L'evoluzione del mercato ETS marittimo richiede, inoltre e come anticipato, lo sviluppo di strumenti finanziari sofisticati per la gestione del rischio carbonio. I *green bonds* legati alla performance climatica del settore marittimo rappresentano uno strumento particolarmente promettente. Questi strumenti potrebbero essere strutturati in modo da finanziare investimenti in efficienza energetica, combustibili alternativi e tecnologie di cattura del carbonio, con tassi di interesse legati al raggiungimento di obiettivi di riduzione delle emissioni.

I contratti per differenza (CfD) per i combustibili marittimi puliti potrebbero rappresentare un altro strumento innovativo per accelerare la transizione energetica del setto-

76 Le cosiddette piattaforme ibride rappresentano una recente evoluzione nel mercato della compensazione delle emissioni, nate dall'esigenza di integrare il mercato regolamentato delle quote di emissione (EU ETS) con quello volontario dei crediti di carbonio (VCM). Tali piattaforme, generalmente strutturate come marketplace digitali, spesso basati su tecnologia blockchain, consentono lo scambio tanto di European Union Allowances (EUA) quanto di Voluntary Carbon Credits (VCC), offrendo strumenti integrati per la rendicontazione ESG, la tracciabilità dei crediti, e il monitoraggio delle emissioni Scope 1–3. Tra i principali esempi a livello internazionale si segnalano ClimateTrade, che fornisce API per l'integrazione diretta nei sistemi gestionali aziendali, Xpansiv, che aggrega dati ambientali certificati con logiche di mercato, e AirCarbon Exchange (ACX), con licenze operative a Singapore, Abu Dhabi e Brasile, in grado di trattare strumenti sia regolamentati che volontari. Tuttavia, tali strumenti non sostituiscono le sedi ufficiali di negoziazione (es. ICE o EEX per il mercato EUA) e non possono essere utilizzati per adempiere agli obblighi derivanti dal sistema ETS, salvo eventuali evoluzioni normative future. In particolare, il rischio di double counting, l'eterogeneità degli standard VCM (Gold Standard, Verra, Plan Vivo, ART) e l'assenza di un registro unificato pongono limiti strutturali alla loro piena interoperabilità. A livello europeo, la proposta di Regolamento sul Carbon Removal Certification Framework (CRCF) apre alla possibile futura armonizzazione tra crediti volontari di qualità e mercati compliance, ma al momento si rimane in un'ottica di complementarietà strategica, non di sostituzione. Cfr. A. Las Casas, *Dai diritti di emissione alla fnanza green. Le nuove frontiere e i limiti dei modelli privatistici per la tutela dell'ambiente*; in *Teoria e critica della regolazione sociale*, 2020, 129 ss.; International Carbon Action Partnership (ICAP), *Emissions Trading Worldwide: Status Report 2024*, Berlino, 2024, disponibile su: www.icapcarbonaction.com; Taskforce on Scaling Voluntary Carbon Markets (TSVCM), *Final Report*, McKinsey & Company, 2021; Voluntary Carbon Markets Integrity Initiative (VCMI), *Provisional Claims Code of Practice*, 2023; AirCarbon Exchange, *Hybrid Carbon Markets Explained, Technical Brief*, Singapore, 2023; Xpansiv Market CBL, Carbon Reference Price Methodology, *Technical Paper*, New York, 2022.

re[77]. Questi contratti potrebbero garantire un prezzo minimo per i combustibili alternativi, riducendo il rischio di investimento per i produttori e facilitando lo sviluppo di una filiera nazionale dei combustibili marittimi sostenibili.

6. Proposte e conclusioni

Per affrontare efficacemente le sfide dell'implementazione dell'ETS marittimo in Italia, è necessario un approccio sistemico che integri politiche di mitigazione a livello europeo, strategie di adattamento per l'armamento nazionale e investimenti infrastrutturali per la transizione energetica.

77 Nel caso degli *Emission Trading Derivatives* si tratta di contratti derivati, quali *futures* e *options*, aventi come sottostante i certificati rappresentativi delle emissioni di CO2, noti come *carbon allowances* o *carbon offsets*. Tali strumenti si collocano nell'ambito dei sistemi di scambio delle emissioni denominati *CapTrade*. Il funzionamento dei sistemi *Cap &Trade* – come già visto - si articola su due elementi fondamentali: da un lato, l'imposizione di un limite massimo alle emissioni di CO2 (*cap*) applicabile a determinati operatori economici, tipicamente imprese o impianti a elevato impatto emissivo; dall'altro, la possibilità per tali soggetti di acquisire, mediante appositi certificati, il diritto a emettere una determinata quantità di CO2 (*trade*). Ogni certificato rappresenta un'unità standardizzata di emissione, pari generalmente a una tonnellata di CO2. Annualmente, alle imprese viene attribuita una dotazione gratuita di certificati corrispondente al tetto massimo di emissioni consentito. Qualora un'impresa realizzi un livello di emissioni inferiore rispetto al limite assegnato, essa potrà disporre di un surplus di certificati e cederli sul mercato secondario ad altri operatori che, invece, abbiano superato i limiti stabiliti. Il prezzo dei certificati si determina secondo le regole del libero mercato, attraverso l'incontro tra la domanda proveniente dai soggetti che necessitano di ulteriori certificati e l'offerta generata dagli operatori in possesso di eccedenze. Un incremento generalizzato delle emissioni rispetto ai limiti disponibili determina un aumento della domanda e, conseguentemente, una crescita del prezzo dei certificati; viceversa, una prevalenza di emissioni inferiori rispetto ai limiti si traduce in un calo del loro valore. L'equilibrio tra domanda e offerta dei certificati è, inoltre, influenzato dalla progressiva riduzione delle quote gratuite, programmata al fine di incentivare il contenimento delle emissioni e di orientare il prezzo dei certificati in funzione degli obiettivi ambientali prefissati. In tale contesto, lo scambio dei certificati determina il prezzo di mercato della CO2 e consente di configurare tali strumenti come una vera e propria *asset class*, utilizzabile quale sottostante di contratti derivati negoziabili nei mercati finanziari. Cfr. M. Noera, S. Ainio, B. Moro, *Mappatura degli strumenti finanziari per la transizione green, rapporto tecnico, ECCO – think tank italiano per il clima*, ottobre 2023, disponibile sueccoclimate.org

È fondamentale destinare una quota fissa dei rilevanti proventi[78] d'asta ETS[79] a un Fondo nazionale per la transizione marittima, finalizzato a infrastrutture di bunkeraggio *low-carbon* e *retrofit* della flotta[80]. Questo meccanismo garantirebbe che le risorse generate dal settore marittimo vengano reinvestite nella sua decarbonizzazione, creando un circolo virtuoso di innovazione e competitività.

Parimenti utile sarebbe l'introduzione di un meccanismo UE di compensazione *ex ante* degli impatti competitivi sui porti di *transhipment*. Questo approccio multilaterale potrebbe attenuare i rischi di *carbon leakage* e preservare il ruolo strategico dei porti italiani nel commercio Euro-Mediterraneo.

Il settore privato deve sviluppare un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2086 e 3 CCII) che combini efficienza operativa, innovazione tecnologica

78 Nel corso del I trimestre 2025 gli Stati Membri con maggiori proventi derivanti dalla messa all'asta di quote EUA sono stati la Germania (1,4 miliardi di euro) e Polonia (908,4 milioni euro). L'Italia si posiziona al terzo posto con 655,7 milioni di euro. Il GSE trasferisce al MEF i proventi generati dal collocamento delle quote EUA a seguito di ogni singola sessione d'asta e comunque entro cinque giorni lavorativi dal loro accredito sul conto corrente dedicato intestato al GSE. Tra il 2012 ed il 2024, in coerenza con quanto previsto dalla Convenzione MEF – GSE, sono stati trasferiti alla Tesoreria dello Stato proventi e interessi per 18 miliardi di euro relativi alle EUA e circa 247 milioni di euro relativi alle EUA A. Per il 2025, sono previste 680.969.000 EUA all'asta su tutte le piattaforme, di cui 46.150.500 per l'Italia. Cfr. GSE, *Rapporto sulle aste di quote europee di emissione. I trimestre 2025,* cit.;

79 I proventi delle aste sono attualmente destinati ad alimentare il Fondo per la modernizzazione (sostiene la transizione energetica di dieci Stati Membri con reddito inferiore alla media EU e finanzia la modernizzazione del settore della generazione di energia, il rafforzamento dell'efficienza energetica, lo stoccaggio dell'energia e le reti energetiche, le interconnessioni europee, la transizione equa nelle regioni la cui economia dipende dal carbone), il Fondo per l'innovazione (il cui obiettivo è di supportare finanziariamente l'investimento da parte di imprese ed enti pubblici in tecnologie innovative a basse emissioni di carbonio), il Fondo Sociale per il Clima (teso a supportare una transizione equa verso la neutralità climatica, aiutando a mitigare l'impatto economico e sociale che avrà l'introduzione del meccanismo ETS2), e il piano *REPowerEU* (che ambisce a rendere il sistema europeo più efficiente, sicuro e sostenibile). A livello nazionale, il d.l. 28 febbraio 2025, n. 19 ("Misure urgenti in favore delle famiglie e delle imprese di agevolazione tariffaria per la fornitura di energia elettrica e gas naturale nonché per la trasparenza delle offerte al dettaglio e il rafforzamento delle sanzioni delle Autorità di vigilanza") ha stanziato per il 2025 600 milioni di euro per il finanziamento del Fondo per la transizione energetica nel settore industriale (c.d. Fondo Tesi) di cui all'art. 27, co. 2, del d.lgs. 13 marzo 2013, n. 30, incrementandone la dotazione; mentre con il d.l. 31 dicembre 2024, n. 208 ("Misure organizzative urgenti per fronteggiare situazioni di particolare emergenza, nonché per l'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza") ha stanziato, per il periodo 2025- 2027, 45 milioni di euro l'anno per finanziare l'attività del GSE come garante di ultima istanza in contratti PPA, cfr. GSE, *Rapporto sulle aste di quote europee di emissione. I trimestre 2025,* cit..

80 M. Nardini, *L'evoluzione dell'emission trading system europeo e l'impiego dei proventi delle aste CO2*, cit. Sul punto è d'apprezzare il Decreto interministeriale Mit–Mase–Mef del 4 luglio 2025, con sono stati finanziati tramite i proventi delle aste CO2, interventi infrastrutturali (dragaggi, piazzali, banchine, logistica) per la produzione, l'assemblaggio e il varo di piattaforme eoliche nel Mediterraneo nei porti di Taranto, Augusta, Brindisi e Civitavecchia

e gestione finanziaria del rischio carbonio[81]. In particolare le compagnie di navigazione devono: a) integrare strategie di *hedging* EUA con investimenti in efficienza operativa (*slow-steaming*, *voyage optimization*) e in tecnologie OCC, riducendo l'esposizione a scenari di prezzo superiori a 100 euro per tonnellata di CO2; b) sviluppare *partnership* porto-foresta (*blue & green carbon*) per generare crediti volontari a elevato valore reputazionale, utili a obiettivi Scope 3 e a future obbligazioni *sustainability-linked*[82]; c) accelerare gli investimenti in tecnologie di cattura del carbonio a bordo, combustibili alternativi e sistemi di efficienza energetica, trasformando gli obblighi ambientali in opportunità competitive.

Per il successo della transizione è, dunque, necessario un modello di governance integrato che coordini efficacemente ETS, FuelEU e Registro CREA, sostenuto da strumenti finanziari innovativi e da un fondo di transizione tenendo in considerazione che nel *maritime* risulta complesso realizzare ingegnerie fiscali come il CBAM finalizzate a contrastare il *carbon leakage*.

Come anticipato è essenziale rafforzare il coordinamento tra MASE e MIT, valorizzando le competenze di quest'ultimo nella gestione delle risorse ETS[83] nel monitoraggio predittivo degli effetti distorsivi dell'ETS, con particolare attenzione al rischio di *carbon leakage* e alla competitività dei diversi segmenti del trasporto marittimo italiano.

Il 2025 rappresenta un anno cruciale per l'Italia nel settore dei crediti di carbonio marittimo. La convergenza di tre fattori - l'entrata in vigore del Regolamento UE 2024/3012, l'escalation dei costi ETS e l'approssimarsi del framework IMO 2028 - richiede un'azione immediata e coordinata.

L'estensione del sistema europeo di scambio di quote di emissione al settore marittimo rappresenta una trasformazione strutturale che ridefinisce gli equilibri economici e competitivi del trasporto via mare. La sfida principale rimane la gestione dei tempi di transizione, bilanciando l'urgenza della decarbonizzazione con la necessità di preservare la competitività economica del settore. Il settore marittimo italiano, nonostante le sfide attuali, mantiene potenzialità significative per contribuire alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. L'Italia possiede tutti gli asset necessari per diventare leader europeo nell'integrazione tra settore marittimo e mercati del carbonio: una tradizione marittima consolidata, eccellenze tecnologiche nella cantieristica, un patrimonio agroforestale significativo e una posizione geografica strategica nel

81 N. Borri, L. Yukun, A. Tsyvinski, X. Wu, *Inefficiencies of Carbon Trading Markets*, 2024, arxiv.org

82 Queste collaborazioni potrebbero creare nuove opportunità di business e rafforzare il profilo ESG delle aziende. Sulla rendicontazione ESG dei crediti di carbonio v. D. Fuxa, *Normativa ESG e transfer pricing: quali impatti per i gruppi multinazionali?*, in *Fisc. e comm.*, 2023, 49 ss. Da un punto di vista contabile l'appostazione in bilancio delle "quote di emissione" è disciplinata dal principio contabile OIC 8

83 L'istituzione di un Comitato interministeriale per i mercati del carbonio potrebbe facilitare questo coordinamento

Mediterraneo. Il tempo per l'azione è ora. Ogni ulteriore ritardo comporta non solo costi economici crescenti per il settore marittimo italiano, ma anche la perdita di un'opportunità strategica per posizionare l'Italia come leader nella transizione verso un'economia marittima sostenibile. La creazione di un mercato italiano integrato per i crediti di carbonio nel settore marittimo non è più una possibilità da valutare, ma una necessità imprescindibile per la competitività e la sostenibilità del sistema economico nazionale.

L'informazione societaria «sostenibile» (*)

MARCO MAUGERI

Professore ordinario di Diritto commerciale
Università Roma Tre

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La rendicontazione sostenibile «volontaria». - 3. La rendicontazione sostenibile «imperativa». - 4. Informazione sostenibile e mercato finanziario. - 5. Informazione sostenibile e governo societario. 6. Conclusione: quale funzione per la s.p.a. eco-sostenibile?

1. Premessa

Una analisi degli obblighi di trasparenza in materia di sostenibilità impone anzitutto di interrogarsi sul fondamento di tale disciplina. Qualunque dovere pubblicitario imposto dalla legge comporta, infatti, un costo per l'impresa tenuta al suo adempimento: un costo che può misurarsi sia in termini di oneri «diretti» concernenti la raccolta, l'elaborazione e la divulgazione delle informazioni, sia in termini di oneri «indiretti», concernenti tanto il potenziale danno reputazionale ove l'informazione abbia un contenuto negativo (se non un vero e proprio rischio di sanzioni civili, amministrative e penali, ove si tratti di comunicare condotte suscettibili di integrare una violazione di norme imperative), quanto il potenziale svantaggio concorrenziale, ove le informazioni riguardino piani, investimenti e strategie e quindi informazioni sulla crescita prospettica dell'impresa.

(*) Il lavoro riproduce il testo delle considerazioni svolte nel corso del Convegno in tema di "Dottrine generali della sostenibilità. Verso una teoria del «diritto privato sostenibile»?", organizzato dall'Università degli Studi della Tuscia a Viterbo il 24-26 ottobre 2024, e ulteriormente sviluppate nell'ambito del Seminario su "L'informazione societaria di sostenibilità, fra obblighi di trasparenza e vincoli di sostenibilità" tenutosi presso la Sapienza Università di Roma il 3 luglio 2025.

Questi costi impongono all'interprete, e prima ancora al legislatore, di selezionare la specifica esigenza informativa che si vuole soddisfare e che deve essere di rilevanza tale da giustificare il sacrificio imposto alla legittima istanza di riservatezza dell'impresa, nonché di ritagliare conseguentemente il perimetro dei destinatari dell'informazione[01].

Nel diritto societario e nel diritto del mercato finanziario lo scopo degli obblighi di trasparenza è chiaro: per un verso, quello di consentire ai soci un esercizio informato dei diritti sociali (a partire dal voto in assemblea); per altro verso, quello di porre l'investitore in condizione di prendere decisioni ponderate di acquisto o vendita dei titoli trattati.

Quando si passa, invece, ad analizzare la materia dell'informazione sostenibile l'individuazione delle finalità perseguite diviene ambigua perché ambiguo è il disegno coltivato dal legislatore. In parte ciò può dipendere dalla natura stessa del "problema" della sostenibilità e dalla sua idoneità a interessare un gran numero di persone e quindi a sollecitare un gran numero di teorie (favorevoli, contrarie o "intermedie")[02], le quali tuttavia non poggiano su metodi scientifici sufficientemente condivisi[03]. L'ambiguità appare, in realtà, radicata nella stessa impostazione normativa. Sebbene, infatti, la direttiva n. 2022/2464 del 14 dicembre 2022 (c.d. "CSRD") – e conseguentemente anche la disciplina domestica di recepimento dettata dal d. lgs. 6 settembre 2024, n. 125 – attengano formalmente solo al piano

01 W. Schön, *Informationspflichten der Unternehmensleitung zwischen Aktionärsinteresse, Kapitalmarktinformation und sozialer Verantwortung*, in *Festschrift für K. Schmidt*, II, München, Beck, 2019, 391 ss.

02 Una teoria "intermedia" che ha riscosso un certo successo è, ad es., quella che va comunemente sotto il nome di "enlightened shareholder value": non mancano però le perplessità in dottrina (v., ad es., L.A. Bebchuk - K. Kastiel - R. Tallarita , *Does Enlightened Shareholder Value Add Value?*, in ECGI Working Law Paper, May 2022, specie 18 ss.).

03 Si pensi alla difficoltà di raggiungere un accordo generale sull'esistenza di un nesso empiricamente dimostrabile tra eco-sostenibilità di una impresa e sua performance finanziaria. Il tasso di condivisione è forse ancora minore nella letteratura giuridica per quanto attiene alla individuazione della concreta portata applicativa del vincolo che le «questioni di sostenibilità» imprimerebbero al potere imprenditoriale degli amministratori: laddove formule che traducono quella portata in un «*limite esterno alla gestione dell'impresa*» (M. Onza, *"Attività funzionale" ed "interessi degli altri" nella gestione dell'impresa (entificata): annotazioni dalla direttiva (UE) 2022/2464*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, 757 ss., 761) o, all'opposto, in un vero e proprio «dovere di gestione sostenibile» inteso come «il dovere e il potere di proteggere interessi alieni lesi dalle esternalità» generate dall'attività d'impresa (A. Genovese, *Rendiconto di sostenibilità e gestione sostenibile dell'impresa azionaria (anche di gruppo)*, in *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, a cura di A. Genovese, con prefazione di M. Libertini, Firenze, Passigli, 2025, 187 ss.,, 218), pur teoricamente ineccepibili, non offrono un criterio operativo per stabilire, nel singolo caso pratico, *come* gli amministratori debbano bilanciare l'interesse lucrativo dei soci con l'aspettativa al conseguimento di utilità non finanziarie coltivata dai differenti gruppi di stakeholders, e ancor meno come possano contemperarsi le diverse esigenze ambientali, sociali o umanitarie quando suscettibili di entrare in conflitto tra loro.

dell'informazione sulle «questioni di sostenibilità»[04], il complesso di obblighi di trasparenza delineati al riguardo solleva l'interrogativo se le imprese tenute ad osservarli siano ancora libere nella selezione degli assetti organizzativi deputati a garantire una rendicontazione conforme agli standard normativi o se esse siano ormai "indirizzate" dalla legge alla realizzazione di più generali obiettivi di politica ambientale o sociale, se non messe al servizio dell'adozione di un vero e proprio sistema «eco-sociale di mercato»[05]. Questa dicotomia assiologica appare radicata già a livello del Trattato sull'Unione Europea il cui art. 3, par. 3, contiene un riferimento allo scopo di promuovere sia «un'economia sociale di mercato fortemente competitiva», sia «un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente». Essa traspare anche nella Carta costituzionale: se è vero infatti che l'art. 41, comma 2, erige l'ambiente a valore che non può essere pregiudicato dalla iniziativa economica privata, e il successivo terzo comma attribuisce al legislatore ordinario il potere di stabilire programmi e controlli per «indirizzare» l'attività economica privata a «fini ambientali e sociali», è altrettanto vero che la proprietà assurge al rango di bene parimenti protetto ai sensi dell'art. 42 Cost.[06]. E se non vi è dubbio che la proprietà privata, e quindi anche la proprietà «azionaria», possa subire limitazioni per assicurarne l'orientamento a una funzione sociale, è quanto meno dubbio, almeno nell'attuale assetto della costituzione economica italiana ed europea, che gli eventuali vincoli imposti con legge ordinaria all'investimento possano spingersi sino a sacrificare il nucleo essenziale dell'istituto della s.p.a.: come avverrebbe se l'ordinamento contemplasse un potere – o addirittura un obbligo – degli amministratori di perseguire istanze ambientali o sociali anche quando collidano con l'obiettivo del conseguimento di utili o della creazione di valore monetario per gli investitori sotto forma di incremento del prezzo di mercato delle azioni.

---

04 Identificate dall'art. 1, comma 1, lett. *f*), del d. lgs. n. 125/2024 con i «fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di governance, compresi i fattori di sostenibilità quali definiti all'articolo 2, punto 24), del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019».

05 P. Hommelhoff, *Nachhaltige Unternehmensfinanzierung: ein Meilenstein auf dem Weg zur ökosozialen Marktwirtschaft*, in *Festschrift für B. Grunewald*, Köln, O. Schmidt, 2021, 389 («ökosoziale Marktwirtschaft»). E altrettanto può predicarsi per la posizione degli investitori istituzionali ai quali si rivolge il pacchetto legislativo europeo in materia di "finanza sostenibile": cfr., solo per menzionare gli esempi più significativi, il Regolamento (UE) n.2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. "SFDR"), al Regolamento delegato (UE) n. 2021/1253 del 21 aprile 2021 sull'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento, e il Regolamento delegato (UE) n. 2022/1288 del 6 aprile 2022 recante norme tecniche di regolamentazione a integrazione del SFDR e successivamente emendato dal Regolamento delegato (UE) n. 2023/363 del 31 ottobre 2022.

06 V. M. Libertini, *Prefazione*, in *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, a cura di A. Genovese, cit., 11 (rimarcando l'esigenza di bilanciamento delle istanze ESG «con altri valori costituzionali»).

2. La rendicontazione sostenibile «volontaria»

La adozione della CSRD segna sul punto una «metamorfosi funzionale» del diritto della sostenibilità[07]. Per rendersene conto è sufficiente muovere dall'impianto originario della direttiva n. 2014/95/UE del 22 ottobre 2014 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (direttiva attuata con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254) la quale si imperniava sui seguenti capisaldi: (i) natura volontaria delle politiche in materia di sostenibilità e previsione di un obbligo di "*comply-or-explain*" caratteristico delle fonti di *soft law*[08]; (ii) possibilità di allocare la dichiarazione non finanziaria in un documento separato dalla relazione sull'andamento della gestione; (iii) intervento del revisore circoscritto al solo compito di confermare l'esistenza della dichiarazione non finanziaria e a una "limited assurance" in ordine alla conformità del documento a quanto richiesto dalla legge e dagli standard di rendicontazione applicati dall'emittente (ancorché il Regolamento Consob del 18 gennaio 2018 consentisse poi all'organo amministrativo di chiedere al revisore una "reasonable assurance", e cioè una attestazione piena, sulla conformità alla legge della dichiarazione «in tutti gli aspetti significativi»).

In tale assetto normativo l'unico vincolo sostanziale al comportamento degli amministratori finiva con l'identificarsi nel dovere di descrivere le politiche adottate e i risultati conseguiti o di spiegare le ragioni alla base della scelta di non adottare alcuna *policy*. Si trattava, pertanto, di un contesto caratterizzato da una ampia discrezionalità degli amministratori, governata dalla vigenza della *business judgment rule*, e da una chiara prevalenza di logiche di mercato (miglioramento dell'immagine della società, accresciute possibilità di collocamento dei propri prodotti su mercato, motivazione dei dipendenti, etc.). Un contesto che sembrava riposare sull'assunto di fondo secondo cui il rispetto di elevati standard ESG avrebbe garantito "automaticamente" anche la realizzazione dell'interesse finanziario dei soci all'incremento di valore delle azioni e che manifestava la consapevolezza

07 Cfr. J. Ekkenga, *Unternehmenspublizität versus Diskretions- und Wettbewerbsschutz im Handels-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, in *ZHR* 188 (2024), 471 ss., 474 s.

08 Cfr., per la dichiarazione non finanziaria, l'art. 3, comma 6, del d.lgs. n. 254 del 30 dicembre 2016 (di recepimento in Italia della direttiva 2014/95/UE del 22 ottobre 2014, c.d. "NFRD"); medesima impostazione si rintraccia, per l'ambito dell'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, nell'art. 4, par. 1, lett. b), del Regolamento n. 2019/2088 del 27 novembre 2019 (c.d. "SFDR"), il quale consente ai «partecipanti ai mercati finanziari» (come individuati nell'art. 1, n. 1, del medesimo Regolamento) di motivare le ragioni della «mancata considerazione» degli effetti negativi dispiegati dalle proprie decisioni di investimento sui «fattori di sostenibilità» (a loro volta, definiti nell'art. 1, n. 24, in termini di «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva»). V., per una analisi di tale cornice regolamentare, M. Maugeri, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.; M. Rescigno, *Note sulle «regole» dell'impresa «sostenibile». Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Anal. giur. econ.*, 2022, 165 ss.; G. Racugno, *Informazione non finanziaria e rendicontazione societaria di sostenibilità*, in *Giur. comm.*, 2025, I, p. 19 ss.

del legislatore europeo in ordine all'impossibilità (o comunque alla inopportunità) della scelta di limitare la libertà delle imprese di valutare se attenersi "solamente" all'osservanza delle norme imperative in materia di ambiente, diritti umani ed eguaglianza sociale o aderire eventualmente a standard di tutela più elevati.

3. La rendicontazione sostenibile «imperativa»

La recente evoluzione della disciplina europea in materia di informazione sostenibile segna, come ben noto, l'abbandono del regime opzionale. Con l'entrata in vigore della CSRD (e la conseguente modifica recata alla direttiva contabile 2013/34/UE del 26 giugno 2013 mediante l'introduzione dei nuovi artt. 19-*bis* e 29-*bis*), diviene stringente il collegamento sistematico con l'informazione di bilancio: (i) la rendicontazione di sostenibilità individuale o consolidata va inserita in apposita sezione della relazione sull'andamento della gestione (artt. 3, comma 1, e 4, comma 1, del d. lgs. 125/2024), (ii) gli organi amministrativi e il dirigente preposto devono attestarne la conformità agli standard di rendicontazione approvati a livello unionale mentre (iii) un revisore appositamente "abilitato" ai sensi dell'art. 14-*bis* del d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 (il c.d. «revisore della rendicontazione di sostenibilità») deve a sua volta esprimere le proprie conclusioni in ordine alla conformità della rendicontazione alle norme che ne disciplinano la redazione[09]. La scelta di assoggettare inderogabilmente la trasparenza climatica alle regole caratteristiche dell'informazione contabile assolve allo scopo di promuovere l'omogeneità della comunicazione sostenibile al mercato dei diversi emittenti e di agevolare la comparabilità dei dati[10], contrastando sia fenomeni di «selezione avversa» (indotti dall'eventualità che imprese concorrenti si propongano al mercato come sostenibili pur non rispettando i parametri del Regolamento europeo n. 2020/852 in materia di tassonomia: c.d. "*greenwashing*") sia fenomeni di «azzardo morale» (indotti dall'eventualità che le imprese possano destinare la raccolta derivante dalla emissione di prodotti finanziari "verdi" a impieghi che poco o nulla hanno a che vedere con la realizzazione di obiettivi ecosostenibili)[11].

Tuttavia, l'introduzione di obblighi di trasparenza così pervasivi, gravando le imprese di significativi svantaggi competitivi sui mercati internazionali e di rilevanti costi di

09 Ai sensi dell'art. 8 del d. lgs. n. 125/2024 l'incarico di rendere la relazione di conformità può essere svolto anche dalla società incaricata della revisione legale del bilancio a condizione che essa sia resa però da un revisore abilitato ai sensi del d. lgs. n. 39/2010.

10 Cfr. European Commission, *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*, 21 April 2021, ove il rilievo secondo cui «reported information can be hard to compare from company to company, and users of the information are often unsure whether they can trust it».

11 M. MAUGERI, voce «Società e mercato finanziario», in *Enc. Dir., I tematici*, IX, *Società*, diretto da C. Angelici con G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano, Giuffrè, 2025, 1027 ss., 1037 s.; cfr. anche M. SIRI, *Finanza sostenibile e* greenwashing, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, II, Milano, Giuffrè, 2024, 761 ss.

compliance[12], accresce ancor più l'esigenza di individuare gli interessi tutelati da quegli obblighi e di ricostruirne il fondamento sistematico. Ed è sotto questo essenziale profilo che si manifesta la già segnalata ambiguità degli obiettivi perseguiti dal legislatore dell'Unione e la difficoltà di rintracciare alla base della CSRD una spiegazione coerente che sia idonea a sorreggerne tutte le concrete implicazioni. Per rendersene conto è necessario orientare l'attenzione verso la cerchia dei destinatari dell'informazione sostenibile: solo così, infatti, appare possibile fornire una motivazione ricostruttiva persuasiva del principio di trasparenza in materia ESG, almeno se si muove dall'assunto secondo cui gli obblighi di pubblicità nel diritto commerciale e nel diritto del mercato finanziario non sono mai un fine a sé ma valgono a consentire l'assunzione di decisioni consapevoli da parte di determinati soggetti il cui interesse si reputa prevalente rispetto all'esigenza di riservatezza dell'impresa[13]: beneficiari che si tratta però allora di identificare.

Ebbene, in proposito il considerando n. 9 della CSRD identifica il nucleo di soggetti destinatari della somministrazione di informazioni sostenibili in «due gruppi principali di utenti»: quello degli «investitori», i quali «desiderano comprendere meglio i rischi e le opportunità che le questioni di sostenibilità presentano per i loro investimenti e l'impatto di tali investimenti sulle persone e sull'ambiente»; e quello degli «attori della società civile», incluse le organizzazioni non governative e le parti sociali, «che si aspettano che le imprese siano maggiormente responsabili del loro impatto sulle persone e

12 Le preoccupazioni indicate nel testo sono state avvertite dalle istituzioni europee al punto tale da indurle a posporre l'entrata in vigore sia della direttiva 2022/2464 sia della direttiva 2024/1760 per larga parte delle società destinatarie dei rispettivi precetti: v. la direttiva n. 2025/794 del 14 aprile 2025 il cui secondo considerando non a caso motiva questa scelta con l'«impegno della Commissione a ridurre gli oneri di rendicontazione e a rafforzare la competitività» delle imprese (c.d. "stop-the-clock directive"). Si v. anche il mandato conferito dal Consiglio Europeo alla Commissione per la negoziazione con il Parlamento Europeo di alcune proposte di semplificazione sia della CSRD, sia della CSDDD (il testo del documento è reperibile al seguente indirizzo: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10276-2025-INIT/en/pdf). Eguali preoccupazioni di fondo (oltre al mutato contesto politico) hanno indotto oltreoceano anche la SEC a ritirare la propria guidance in materia di trasparenza climatica ponendo fine a un aspro contenzioso avviato da Stati e imprese private: v. il press release SEC, 27 marzo 2025, reperibile all'indirizzo https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2025-58.

13 Naturalmente l'interesse dei destinatari dell'informazione sostenibile, come si osserverà anche oltre nel testo, *non è protetto in quanto tale*: trattandosi pur sempre di istanze privatistiche non vi sarebbe ragione, infatti, per sacrificare l'interesse dell'impresa alla riservatezza sull'altare dell'interesse di investitori, consumatori, dipendenti, comunità locali, etc. se non nella misura in cui la realizzazione di tale secondo interesse non fosse *funzionale al conseguimento di un più ampio interesse pubblico*: quello, appunto, all'affermazione di modalità eco-sostenibili di gestione dell'impresa e alla diffusione sul mercato finanziario di prodotti conformi agli schemi pensati dalla legislazione europea in materia di tassonomia.

sull'ambiente»[14]. In altri termini, la rendicontazione sostenibile viene giustificata dalle istituzioni europee sia in ragione della sua rilevanza per il mercato finanziario – come accade tradizionalmente per l'informativa contabile e societaria – sia enfatizzandone il significato per gli interessi diffusi della società civile[15].

La natura funzionalmente ancipite della trasparenza sostenibile non è tuttavia priva di conseguenze pratiche; essa genera, anzi, una immanente tensione sistematica di cui l'interprete deve essere consapevole. Si pensi al contenuto della rendicontazione di sostenibilità e alla sua "scissione" tra informativa concernente l'incidenza che i rischi ESG hanno sulla redditività dell'impresa e informativa concernente l'impatto che l'attività di impresa produce sull'ambiente, i diritti umani e la società nel suo complesso. E si pensi altresì al problema della selezione del perimetro di applicazione della disciplina e al tentativo della CSRD di coniugare due criteri tra loro alternativi sul piano concettuale: da un lato, quello delle *dimensioni dell'impresa*, l'unico davvero compatibile con una prospettiva "outside-in"[16]; dall'altro, quello offerto dalla negoziazione dei titoli in un mercato regolamentato il quale, però, *prescinde* dalle dimensioni o dal grado di rischio che l'impresa rappresenta per l'ambiente e proprio in quanto, questa volta, è la prospettiva

14 In realtà questa suddivisione non esaurisce il novero di soggetti potenzialmente interessati a conoscere l'orientamento sostenibile dell'impresa. Vanno infatti considerati almeno i concorrenti, che potrebbero trarre dalla rendicontazione climatica utili indicazioni sui piani futuri di altri operatori presenti nel loro segmento di mercato e adattare conseguentemente le proprie scelte commerciali, nonché gli eventuali acquirenti che attribuiscano rilievo al *rating* ESG nella selezione di ipotetiche società target e nella determinazione del prezzo di acquisizione: su quest'ultimo aspetto v. L. Hollerung, *Sustainable Mergers & Acquisitions – Eine Bestandaufnahme*, in *ZHR* 188 (2024), 148 ss.

15 Cfr. A. Genovese, *Rendiconto di sostenibilità*, cit., 196 ss., distinguendo tra una funzione «finanziaria» della rendicontazione di sostenibilità, in quanto diretta a completare l'informazione di bilancio rivolta ai soci e agli investitori, e una funzione «non finanziaria», in quanto volta a introdurre «vincoli di mitigazione attiva dei rischi di sostenibilità (ambientale e sociale) alimentati dalla società» e ricostruibile, in questa prospettiva, come misura tendente a indirizzare l'attività economica privata verso fini ambientali e sociali ai sensi dell'art. 41, comma 3, Cost.

16 W. Schön, *op. cit.*, 408.

"finanziaria" dell'investimento ad assumere rilievo[17].

Conviene, dunque, articolare le restanti riflessioni distinguendo tra lo scenario in cui la categoria dei fruitori dell'informazione sostenibile sia popolata da «investitori» e l'ipotesi in cui la rendicontazione di sostenibilità sia destinata alla «società civile» e verificarne alcune implicazioni per il diritto societario e del mercato finanziario.

4. Informazione sostenibile e mercato finanziario

Anche a prescindere dal dibattito generale sullo scopo perseguito da una s.p.a.[18], è coerente immaginare che un emittente titoli negoziati su un mercato regolamentato abbia interesse a divulgare informazioni in materia ESG nella misura in cui ciò serva a ottimizzare il costo del capitale. In altri termini, la trasparenza climatica può provocare una trasformazione in senso "sostenibile" dell'attività dell'emittente se si assume che gli investitori siano disposti a pagare un premio per sottoscriverne le azioni o gli strumenti di debito[19]. La natura di tale premio, e quindi anche l'entità del conseguente beneficio finanziario, dipende a sua volta dalla funzione di utilità dell'investitore. L'investitore «ragionevole», che opera con l'obiettivo di massimizzare il rendimento di un portafoglio titoli a parità di rischio, terrà conto del profilo di sostenibilità di un emittente solo in quanto esso sia suscettibile di incidere sul «valore fondamentale delle azioni» del singolo emittente, ad es. influenzandone la capacità di generare flussi di cassa fu-

17 Ai sensi dell'art. 3, comma 1, del d. lgs. n. 125/2024 , infatti, la disciplina della rendicontazione di sostenibilità si applica alle «imprese di grandi dimensioni» nonché alle «piccole e medie imprese quotate» (per tali dovendosi intendere le imprese che riflettano i parametri indicati nell'art. 1, comma 1, lett. *m*) del d. lgs. n. 125/2024). Quanto osservato nel testo merita, peraltro, una duplice precisazione. Per un verso, il criterio dimensionale interferisce con (e attenua la portata) del dato oggettivo rappresentato dalla quotazione in borsa atteso che, in forza dell'art. 2, comma 4, del d. lgs. n. 125/2024, «non rientrano nell'ambito di applicazione del presente decreto le micro-imprese, anche qualora abbiano valori ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani o dell'Unione europea» (per micro-imprese dovendosi intendere le imprese che non eccedano i parametri dimensionali indicati nell'art. 1, comma 1, lett. *l*) del d. lgs. n. 125/2024). Per altro verso, non ogni impresa, ancorché dimensionalmente significativa, viene attratta nell'alveo di applicazione della disciplina in esame bensì soltanto le imprese organizzate in forma di società di capitali (o di società in nome collettivo o in accomandita semplice che abbiano come soci le società indicate nell'allegato I alla direttiva 2013/34/UE o con forma giuridica comparabile a quelle comprese nel predetto allegato). Sul punto v. A. Caprara, *I soggetti tenuti alla rendicontazione di sostenibilità (individuale e consolidata)* , in *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, a cura di A. Genovese, cit., 21 ss.

18 Ai fini del discorso svolto nel testo non rileva precisare ulteriormente il concetto di «scopo lucrativo» e stabilire se esso debba identificarsi con la massimizzazione del valore di mercato delle azioni, con la massimizzazione dell'utile distribuibile o con la garanzia di un rendimento «equo» per i soci. Il problema è semmai quello di stabilire se la gestione dell'impresa organizzata in forma di s.p.a. possa risolversi in un sacrificio delle aspettative di guadagno dei soci (comunque ricostruite) per il conseguimento di obiettivi sociali, ecologici o umanitari e, in caso di risposta affermativa, entro quali limiti.

19 T. Tröger, *Corporate Governance und Klimawandel*, in *Festschrift für A. Cahn*, München, Beck, 2024, 461 ss., 462 s.

turi o l'esposizione al rischio ambientale o di contestazioni salariali[20]. Ciò pone il problema del rapporto tra la nozione di informazione «sostenibile» e quella di informazione privilegiata[21]. Non vi è dubbio che la prima presenti una estensione concettuale maggiore tanto sul piano «oggettivo» (poiché non tutto il contenuto della relazione di sostenibilità potrà qualificarsi *price sensitive* ai sensi dell'art. 7, par. 1, di MAR), quanto sul piano «soggettivo» (atteso che, come già osservato, la disciplina della CSRD si applica agli enti di interesse pubblico indipendentemente dalla ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato o in un MTF). Tuttavia, non si può escludere che le informazioni concernenti le questioni ESG, se rese note al mercato, siano tali da influenzare in modo significativo il prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente: sia nel caso di informazione pertinente a un singolo evento (ad es., in caso di miglioramento del *rating* ESG dell'emittente o, all'opposto, di un suo *downgrading*), sia nel caso in cui essa riguardi un processo prolungato (si pensi alla programmazione d'impresa, inclusi «i piani finanziari e di investimento», che deve essere articolata in modo da garantire l'eco-compatibilità della strategia aziendale).

Al tempo stesso, l'obbligo di inserire nella relazione sulla gestione anche le «informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità» presuppone l'esistenza di una categoria di investitori che sia incline a combinare preferenze finanziarie con aspettative eco-sociali e a sacrificare allora anche una parte dell'utilità monetaria ritraibile dall'investimento ove ciò sia propedeutico a realizzare obiettivi ESG. Ci si è già diffusamente intrattenuti in altra sede sulle caratteristiche tipologiche di questa platea di investitori «responsabili» e sulle principali implicazioni ricostruttive che la sua considerazione normativa comporta in termini di efficienza del mercato finanziario e di dilatazio-

20 Si pensi all'ipotesi di un emittente con *rating* ESG elevato e alla possibilità che tale classificazione segnali una maggiore capacità di innovazione dell'impresa o una migliore qualità delle condizioni di lavoro e che queste caratteristiche siano percepite come elementi in grado di assicurare una redditività più elevata rispetto ai concorrenti provvisti di *rating* ESG inferiori.

21 Cfr. M. Siri, *Finanza sostenibile e* greenwashing, cit., 769 ss. (ove anche un richiamo alle incertezze del concetto di "doppia materialità" dell'informazione sostenibile quando utilizzato nel contesto di MAR).

ne del novero di informazioni da somministrare agli investitori[22].

In questa sede ci si può limitare a sottolineare due aspetti. Il primo attiene all'obiettivo di politica del diritto perseguito dal legislatore europeo. Se si legge – come si deve – la CSRD in connessione con il Regolamento (UE) n. 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e con il Regolamento (UE) n. 2020/852 del 18 giugno 2020 sulla tassonomia delle attività di impresa emergerà in modo evidente come il fine ultimo del complesso di regole unionali in esame vada ben oltre quello di informare il mercato finanziario sull'impatto che l'esercizio dell'impresa può avere sui temi ambientali e sociali identificandosi piuttosto con la volontà di *stimolare attivamente* la ricerca di tali informazioni da parte degli investitori istituzionali e quindi, indirettamente, le imprese a orientarsi verso risultati ambientalmente e socialmente sostenibili[23]. Questo «interesse pubblico» a una direzione eco-sociale dell'impresa (industriale e finanziaria) spiega la scelta europea di abbandonare una strategia normativa fondata su regimi opzionali, malgrado in favore di tale strategia si lascino tuttora addurre validi argomenti, soprattutto in presenza di una chiara individuazione della disciplina c.d. "di default" (ossia delle norme che si applicherebbero in mancanza di una diversa scelta dei soggetti destinatari degli obblighi

22 Cfr. M. Maugeri, *Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, I, 373 ss., specie 387 ss., ove il riferimento, tra l'altro, all'eventualità che, in presenza di un aggregato sufficientemente ampio di investitori socialmente responsabili, il prezzo delle azioni si modifichi *indipendentemente* dall'impatto che l'informazione sui fattori ESG abbia sulla redditività futura dell'emittente. Un contesto di questo tipo induce a rimeditare il concetto di efficienza degli scambi o almeno a riconsiderarlo per tener conto della rapidità con la quale il prezzo riesce a incorporare informazioni nuove le quali, pur non avendo nulla a che vedere con il valore «finanziario» dell'impresa, sono in grado di segnalarne una migliore (o minore) capacità di conseguire obiettivi di sostenibilità ambientale o sociale (su questo aspetto si v. anche M. Siri, *Finanza sostenibile e* greenwashing, cit., 778 s.). Inoltre, in un mercato caratterizzato dalla prevalenza di investitori «responsabili», ci si potrebbe spingere sino a *presumere* la rilevanza *price sensitive* delle informazioni sostenibili, se non anche la legittimità di una loro comunicazione selettiva ad azionisti "istituzionali" (gestori di patrimonio, compagnie di assicurazione, fondi pensione, etc.) ai sensi dell'art. 10 MAR, nel presupposto che l'emittente abbia uno specifico interesse a instaurare un dialogo con tali investitori anche solo al fine di promuovere la propria immagine sul mercato o che comunque la comunicazione selettiva sia indispensabile per consentire agli investitori istituzionali di far fronte ai propri obblighi di *engagement* (v. M. Maugeri, *Sostenibilità ed* Engagement *degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.).

23 P. Hommelhoff, *op. cit.*, 396.

di trasparenza)[24].

Il secondo profilo, che appare una inevitabile conseguenza di quanto appena osservato, attiene all'esigenza di individuare un criterio per comporre il conflitto che può determinarsi tra l'interesse pubblico alla trasparenza climatica e l'interesse dell'emittente alla riservatezza. Sul punto l'art. 3, comma 5, del d. lgs. n. 125/2024, dopo aver precisato che rimangono fermi «gli obblighi derivanti dall'ammissione o dalla richiesta di ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato, ovvero in un sistema multilaterale di negoziazione», aggiunge che, «previa deliberazione motivata dell'organo di amministrazione, sentito l'organo di controllo, possono essere omesse, in casi eccezionali, le informazioni concernenti sviluppi imminenti e operazioni in corso di negoziazione, qualora la loro divulgazione possa compromettere gravemente la posizione commerciale dell'impresa», a condizione tuttavia che ne venga fatta «menzione nella rendicontazione di sostenibilità con esplicito rinvio alle disposizioni di cui al presente comma» e che l'omissione non sia tale da «pregiudicare una comprensione corretta ed equilibrata dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione, nonché degli impatti prodotti dalla sua attività» in relazione alle questioni di sostenibilità[25]. La norma sembra assegnare, pertanto, una chiara prevalenza all'istanza di trasparenza verso il pubblico rispetto all'interesse sociale al riserbo sull'informazione sostenibile[26] atteso che l'omissione è legittima solo «in casi eccezionali» e sempre che essa non impedisca ai destinatari della rendicontazione una «corretta» ed «equilibrata» comprensione sia dell'andamento e dei risultati dell'impresa sia, e soprattutto, del suo impatto sulle questioni di sostenibilità. Si realizza, in

24 Cfr. B. ALEMANNI, *Finanza comportamentale*[3], Milano, Egea, 2024, 172 s. Per una proposta di applicazione della strategia opzionale alla materia dell'informativa ESG consistente nel devolvere agli investitori la decisione se consentire o meno all'emittente di derogare agli obblighi di trasparenza climatica v. S. HIRST, *Saving Climate Disclosure*, ECGI *Law Working Paper*, April 2023, specie 22 ss. Persino chi sostiene la legittimità giuspolitica di una impostazione che vincoli gli amministratori di una s.p.a. al bilanciamento tra lo scopo lucrativo e la considerazione degli interessi dei c.d. "*stakeholders*" e comunque l'ammissibilità di una gestione eco-sostenibile dell'impresa ammette che il perseguimento di tali obiettivi non rende strettamente necessario il ricorso a indicazioni prescrittive del legislatore, in quanto le imprese sarebbero comunque indotte alla adozione di politiche ambientalmente compatibili dall'ambiente in cui operano (e cioè dai concorrenti, dalle forze manageriali e di lavoro, dagli investitori, dagli utenti dei beni e servizi collocati sul mercato): v. P. HOMMELHOFF, *op. cit.*, 400 s.

25 Si tratta della trasposizione letterale nell'ordinamento domestico di quanto previsto dall'art. 19-*bis*, par. 3, quarto cpv., della direttiva 2013/34/UE (come emendata dalla CSRD).

26 J. EKKENGA, *Unternehmenspublizität versus Diskretions- und Wettbewerbsschutz*, cit., 486 s. È evidente che questa gerarchia valutativa pone problemi particolarmente delicati nell'ipotesi in cui l'informazione sostenibile attenga al segreto aziendale: per un tentativo di bilanciamento tra le opposte istanze v. A. GENOVESE, *Rendicontazione di sostenibilità e segreto*, in *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, a cura di A. Genovese, cit., 83 ss., specie 89 ss.; e M. LIBERTINI, *Rendicontazione di sostenibilità, direttiva CSDDD e tutela dei segreti commerciali*, *ivi*, 241 ss., 244, ad avviso del quale «l'impresa dovrà spesso almeno 'menzionare' in maniera sintetica, alcuni fatti o circostanze rilevanti, senza per questo dover arrivare a divulgazioni distruttive del segreto».

questo modo, un *allineamento* delle regole sulla trasparenza sostenibile al regime giuridico stabilito da MAR per le informazioni aventi natura privilegiata *anche nelle ipotesi in cui l'informazione ESG non sarebbe di per sé rilevante sotto il profilo finanziario* in quanto insuscettibile di determinare, una volta nota al mercato, effetti significativi sulla quotazione delle azioni. Come appena osservato, infatti, l'art. 3, comma 5 del d. lgs. n. 125/2024 fa salvi «gli obblighi derivanti dall'ammissione o dalla richiesta di ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato», mostrando così di circoscrivere il proprio ambito di operatività alle sole ipotesi in cui le informazioni sostenibili omesse non siano di per sé qualificabili come informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 7 MAR e non risulti già invocabile, pertanto, il criterio di bilanciamento tra interesse pubblico alla trasparenza e interesse sociale alla riservatezza realizzato dall'art. 17 MAR (e dagli orientamenti interpretativi dell'ESMA) mediante l'istituto del ritardo[27]. Si può aggiungere, anzi, che la facoltà dell'emittente di posporre la comunicazione al pubblico delle informazioni sostenibili sia subordinata a *condizioni ancora più rigorose* di quelle previste da MAR per differire la pubblicazione di una informazione (finanziaria) privilegiata. Non solo, infatti, l'omissione è consentita solo «in casi eccezionali» e solo ove l'informazione attenga a «sviluppi imminenti e operazioni in corso di negoziazione», ma l'esercizio di tale facoltà presuppone una deliberazione «motivata» dell'organo amministrativo, sentito l'organo di controllo, e addirittura che ne sia data «menzione» nella rendicontazione di sostenibilità con esplicito rinvio alla norma dell'art. 3, comma 5, d. lgs. n. 125/2024: un requisito, quest'ultimo, che non avrebbe senso evidentemente postulare in caso di ritardo nella divulgazione al mercato di una informazione privilegiata ai sensi dell'art. 7 MAR e che vale a segnare ulteriormente la distanza che separa gli obiettivi della disciplina sulla rendicontazione sostenibile da quelli tradizionalmente ascritti alla trasparenza dell'informazione finanziaria.

5. Informazione sostenibile e governo societario

La nuova disciplina dell'informazione sostenibile appare gravida di implicazioni ricostruttive e operative anche in rapporto al governo societario. Ai sensi dell'art. 3, comma 2, del d. lgs. n. 125/2024, infatti, la rendicontazione di sostenibilità deve tra l'altro includere: (*a*) una descrizione del «modello e della strategia aziendali» che l'emittente intende allestire al fine di garantirne la compatibilità con la transizione verso una economia sostenibile e con obiettivi di limitazione del riscaldamento globale e indicare «il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto delle istanze dei portatori di interessi e del loro impatto sulle questioni di sostenibili-

27 Sulle modifiche recate alla disciplina del processo prolungato dal c.d. "Listing Act" cfr. M. Ventoruzzo, *Interrogativi preliminari sulla nuova formulazione dell'art. 17 MAR: la nozione di processo prolungato* in *Riv. soc.*., 2024, 1148 ss.; H.-D. Assmann, *Die Ad-Hoc Publizität von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten nach den Änderungen von Art. 17 MAR durch den sog. Listing Act*, in ZHR 189 (2025), 14 ss.

tà»; (*b*) una descrizione degli obiettivi connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa; (*c*) una descrizione del «ruolo degli organi di amministrazione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e delle loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo»; (*d*) una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità; (*e*) informazioni sull'esistenza di sistemi di incentivazione per gli amministratori connessi alle questioni di sostenibilità; (*f*) una descrizione delle procedure di dovuta diligenza, «dei principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività dell'impresa e alla sua catena del valore», come pure «di eventuali azioni intraprese dall'impresa per prevenire o attenuare impatti negativi, effettivi o potenziali, o per porvi rimedio o fine, e dei risultati di tali azioni».

Soprattutto quest'ultima prescrizione – a maggior ragione ove filtrata alla luce degli artt. 5 ss. della direttiva (UE) n. 2024/1760 del 13 giugno 2024 sui doveri di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (c.d. "CSDDD")[28] – segnala l'esistenza di un vero e proprio dovere *organizzativo* degli amministratori di pianificare l'attività in modo da isolarne, monitorarne e neutralizzarne, o comunque mitigarne, le conseguenze negative sull'ambiente e la società civile (c.d. "*Climate Change Compliance*"). Si può discutere in ordine al reale carattere di novità di un simile dovere. Certo è che, anche a voler ammettere che la CSRD abbia esplicitato un comportamento doveroso già immanente nel generale obbligo di diligenza professionale di cui all'art. 2392, comma 1, c.c., la sua articolata declinazione integra in misura significativa il contenuto precettivo dell'art. 2086, comma 2, c.c., ampliando il novero dei «principi di corretta amministrazione» dell'impresa[29] e correlativamente restringendo il margine di discrezionalità degli am-

28 Come noto, la CSDDD impone vincolanti prescrizioni in ordine alla integrazione del c.d. «dovere di diligenza» nelle proprie politiche e nei propri sistemi di gestione del rischio al fine di individuare e valutare gli impatti negativi, effettivi e potenziali, sui diritti umani e l'ambiente dell'attività esercitata nonché a prevenire gli impatti negativi potenziali e ad arrestare, minimizzare o comunque riparare gli impatti negativi effettivi sulle questioni di sostenibilità.

29 A. Genovese, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, Bologna, Il Mulino, 2023, 134 ss., ad avviso della quale, in una dimensione di gruppo, sarebbe possibile ricomprendere nella nozione di «correttezza imprenditoriale» contemplata dall'art. 2497, comma 1, c.c. l'interesse degli *stakeholders* interni ed esterni all'impresa e finanche istanze ambientali e sociali (reinterpretando così il concetto in chiave di «correttezza ambientale e sociale», contrapposta alla «correttezza societaria», prevista dalla stessa norma, che opererebbe limitatamente ai soci, ai creditori e alla società). La logica conseguenza di questa impostazione dovrebbe essere però anche il superamento di una concezione puramente finanziaria dell'interesse sociale della eterodiretta e la possibilità di affermare una responsabilità della capogruppo per violazione della clausola di correttezza ambientale non solo quando determini, appunto, una lesione del valore del patrimonio sociale della eterodiretta ma anche quando l'esternalità negativa colpisca unicamente i terzi (non spiegandosi altrimenti la ragione per la quale la violazione dei principî di correttezza "ambientale e sociale" così delineati legittimi ad agire nei confronti della capogruppo ai sensi dell'art. 2497 c.c. solo i soci e i creditori della eterodiretta, e non anche i suoi dipendenti o i componenti della più ampia società locale incisa dal comportamento dannoso della controllata indotto dalle direttive della controllante). Una conclusione, questa, sulla quale è però legittimo nutrire più di un dubbio.

ministratori[30], i quali sono ormai *tenuti* a considerare gli interessi dei c.d. "stakeholder" e ad adottare quindi tanto misure che prevengano i potenziali impatti negativi dell'attività, quanto misure che ne attenuino l'intensità una volta che quegli impatti si siano verificati[31].

In tale cornice l'interrogativo sistematico di fondo è se l'evoluzione della disciplina ESG determini un ampliamento dei confini della responsabilità degli amministratori, da attivarsi non solo in ipotesi di violazione degli obblighi di informazione societaria riferiti alle questioni di sostenibilità[32] ma anche in caso di violazione del dovere di dotare l'impresa di un assetto organizzativo «adeguato» alla prevenzione e alla mitigazione dei rischi che l'esercizio dell'impresa può generare a detrimento dell'ambiente e dei diritti umani[33]. Sotto questo profilo, in particolare, la riflessione futura della dottrina dovrà concentrarsi sui termini entro i quali sia ipotizzabile (e opportuna) una nuova fattispecie di responsabilità degli amministratori verso la società che sia stata condannata al pagamento di sanzioni amministrative pecuniarie o al risarcimento del danno inferto a eventuali stakeholders[34], nonché verso i terzi che siano stati direttamente danneggiati da quegli effetti ambientali o sociali pregiudizievoli che un sistema articolato di *risk*

30 Ma anche la libertà dei soci di conformare liberamente gli assetti statutari della società o di articolare la composizione del consiglio di amministrazione e i piani di remunerazione degli organi delegati: v. ancora A. Genovese, *Rendiconto di sostenibilità e gestione sostenibile dell'impresa azionaria (anche di gruppo)*, in *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, a cura di A. Genovese, cit., 190 e 199 (evocando le ripercussioni che la disciplina della trasparenza di sostenibilità può avere non solo sulla discrezionalità imprenditoriale degli amministratori ma anche sulle «prerogative di indirizzo dei soci e dell'assemblea»).

31 E v., infatti, J. Ekkenga, *Externe Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der neuen CSRD*, in *ZHR*, 187 (2023), 228 ss., 256.

32 Cfr. C. Osterloh-Konrad, *Haftung von Emittenten und Intermediären für Nachhaltigkeitsinformationen*, in *ZHR*, 187 (2023), 309 ss.; M. Maugeri, *Le obbligazioni verdi: problemi e prospettive*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, II, Milano, Giuffrè, 2024, 915 ss., specie 931 ss.

33 A. Genovese, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, cit., 143 ss. Cfr. anche M. Onza, *"Attività funzionale" ed "interessi degli altri"*, cit., 763 ss.

34 M.-P. Weller-N.Benz, *Klimaschutz und Corporate Governance*, in *ZGR*, 2022, 563 ss., 583. Nel caso di società quotata, ove la violazione del dovere di gestione sostenibile si traduca in una riduzione del prezzo di mercato delle azioni, andrebbe altresì esaminata la possibilità di affermare una fattispecie di responsabilità degli amministratori verso gli azionisti che dimostrino, oltre al danno, anche il nesso di causalità con l'inadempimento.

management avrebbero consentito di prevenire o comunque di attenuare[35]. Ed è evidente che il tenore della risposta a questo interrogativo dipenderà dall'ampiezza che si sia disposti ancora a riconoscere alla *business judgment rule* nella definizione dei «modelli e delle strategie aziendali»; o, per guardare allo stesso problema in una prospettiva speculare, dalla misura nella quale si ritenga che il nuovo impianto di doveri tracciato dalla disciplina della CSRD appartenga ancora all'alveo concettuale del generale obbligo di diligenza o sia ormai attratto nell'area dei «doveri di legalità» degli amministratori e, in quanto tale, si sottragga all'efficacia esimente della BJR[36].

6. Conclusione: quale funzione per la s.p.a. eco-sostenibile?

Un'ultima considerazione è necessaria al termine di questo intervento. Essa riguarda il futuro stesso della società per azioni, almeno nella sua configurazione di forma giuridica della grande impresa emittente titoli quotati in borsa. La marcata rilevanza che le finalità ambientali e sociali vanno assumendo nella più recente legislazione ESG[37] induce a chiedersi se in questo modo non sia messo in discussione il dogma stesso della neutralità "politica" del diritto azionario[38]; se, in altri termini, il diritto azionario non venga

35 A. Genovese, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, cit., 144 e 177 ss., la quale sembrerebbe rinvenire il fondamento di tale responsabilità, tra l'altro, nella circostanza che le scelte gestorie siano "disallineate" rispetto ai criteri tassonomici previsti dal Regolamento 852/2020 e dai successivi atti delegati. Il che, tuttavia, desta qualche perplessità perché al Regolamento sulla Tassonomia e al Regolamento delegato n. 2021/2178 (come, prima ancora, al d.lgs. n. 256/2014) è estraneo un intento "punitivo", risolvendosi tali complessi normativi piuttosto nell'individuare criteri oggettivi funzionali a una *classificazione* delle attività di impresa in termini di sostenibilità. Il fondamento di una eventuale responsabilità degli amministratori – per chi intenda affermarla – va semmai riportato alla filosofia che pervade sia la CSRD sia la CSDDD, le quali si propongono di *conformare* il diritto azionario materiale attraverso l'obbligo di adottare politiche di gestione e mitigazione del rischio ambientale e, in tale contesto, di formulare un vero e proprio «piano» che assicuri la conformità dell'agire imprenditoriale agli obiettivi della lotta al cambiamento climatico. Nel novero dei precetti in materia di *governance* della sostenibilità rientra, d'altra parte, anche la disciplina della remunerazione degli amministratori esecutivi di società quotate, la cui componente variabile può – e, assecondando la tendenza legislativa appena evocata, ormai deve – essere almeno in parte ancorata al conseguimento di obiettivi ESG (cfr. M. Maugeri-M. Pompili, *I compensi degli amministratori*, nel *Trattato* Donativi, II, Torino, Utet, 2022, 1866, 1883 ss.).

36 In questo senso v., ad es., T. Kuntz, *How ESG is Weakening the Business Judgment Rule*, in www.ssrn.com, 2023, specie 13 ss. (sottolineando come l'incremento delle norme da osservare implichi un dilatazione degli obblighi di vigilanza del consiglio di amministrazione la cui inosservanza non è coperta dalla BJR). Cfr. anche M. Libertini, *Prefazione*, cit., 12 ove il rilievo secondo cui le norme della CSRD «trasformano in doveri giuridici quelli che, finora, erano programmi di 'responsabilità sociale d'impresa', assolutamente facoltativi».

37 E v. ancora T. Kuntz, *op. cit.*, 6 (discorrendo di una "*Verrechtlichung*" degli interessi non finanziari dei terzi).

38 Solleva questo interrogativo, risolvendolo in senso negativo, G. Bachmann, *Zielsetzung und Governance von Unternehmen im Lichte der Klimaverantwortung*, in *ZHR* 187 (2023), 166 ss., 173 ss. e 208; M.-P. Weller-N.Benz, *Klimaschutz und Corporate Governance*, cit., 567 s. (osservando come il perseguimento di interessi pubblici attraverso il diritto privato sia considerato un «corpo estraneo» anche nell'esperienza comparatistica).

funzionalizzato al servizio di obiettivi di interesse pubblico o di politica economica, ambientale e sociale[39]. La disciplina della rendicontazione societaria sostenibile amplia gli scopi dell'informazione di bilancio e assegna alla pubblicità d'impresa il compito di realizzare non solo gli interessi dei partecipanti al mercato finanziario ma anche istanze ecologiche, sociali e umanitarie[40]. Che la formulazione di tali istanze si accompagni talvolta a una marcata critica del «valore sociale» del profitto, così tendendo a scardinare un assunto fondamentale della concezione tradizionale dell'impresa[41], appare difficile da escludere[42]. Che le questioni di sostenibilità fondino però un obbligo degli amministratori di gestire l'impresa *anche* nell'interesse degli stakeholders è quanto meno discutibile in mancanza di norme di diritto positivo che affermino una responsabilità diretta degli amministratori verso i terzi danneggiati da assetti organizzativi inadatti a minimizzare l'impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa e, soprattutto, in mancanza di una modifica della struttura organizzativa della s.p.a. e di regole che assegnino ai portatori di interessi che non siano puramente lucrativi il potere di concorrere all'assunzione di decisioni fondamentali per il controllo della società (come le delibere di nomina e revoca degli amministratori o di destinazione dell'utile di bilancio). Qualunque sia la risposta a questi interrogativi è comunque certo, almeno per chi scrive, che il futuro della s.p.a. «eco-sostenibile» non potrà prescindere dal ruolo del mercato finanziario e dal peso che in esso assumerà la figura dell'investitore «responsabile», animato da preferenze ambientali o sociali e quindi disposto a finanziare piani di sviluppo "verde" dell'impresa anche quando suscettibili di ridurne la redditività.

39 V. ancora M. Libertini, *Prefazione*, cit., 7 (qualificando la CRSD come «fondamentale tappa del programma politico volto ad affermare il dovere di gestione sostenibile delle imprese»).

40 J. Ekkenga, *E Unternehmenspublizität versus Diskretions- und Wettbewerbsschutz*, cit., 513.

41 Su questo significato del profitto «come corrispettivo dell'opera e del rischio dell'imprenditore» v. G. Minervini, *L'evoluzione del concetto d'impresa (spunti per una ricerca)*, in *Riv. soc.*. 1976, 496 ss., 503.

42 In alcuni casi la critica si fa esplicita sino al punto di individuare la causa primaria della crisi climatica nel sistema capitalistico in sé di cui si propone allora il superamento: v. ad es., per un tentativo di recuperare il pensiero di Marx in una logica di «decrescita», S. Kohei, *Il capitale nell'antropocene* (trad. it. di Alessandro Clementi degli Albizzi), Torino, Einaudi, 2024, specie 80 ss.

Intelligenza artificiale, mercati e intervento pubblico nell'economia: la regolazione della complessità e la prospettiva (incerta) della sovranità digitale

LORENZO RODIO NICO
Dottore di ricerca in Economia e Finanza delle Amministrazioni Pubbliche
Università degli Studi di Bari

SOMMARIO: 1. Il mercato dell'Intelligenza artificiale: da un breve inquadramento storico allo stato attuale. - 2. Intelligenza Artificiale e *governance*: il difficile equilibrio tra progresso tecnologico e controllo. - 2.1 (segue) ... il sistema basato sul rischio: flessibilità normativa o limite implicito? 3. Dalla regolazione alla promozione: l'intervento pubblico negli investimenti strategici e le politiche di sviluppo per il mercato tecnologico. – 4. Abdicare alla sovranità digitale? *De iure condendo*: un'analisi preliminare del Ddl Intelligenza Artificiale. - 5. Alcune riflessioni conclusive

1. Il mercato dell'Intelligenza artificiale: da un breve inquadramento storico allo stato attuale

Le tecnologie di frontiera rappresentano quella categoria di strumenti che «hanno il potenziale di sconvolgere lo status quo, alterare il modo in cui le persone vivono e lavorano, riorganizzare i pool di valore e portare a prodotti e servizi completamente nuovi»[01]. Tra tutte le nuove tecnologie l'Intelligenza Artificiale[02] sembra essere quella che più si avvicina al concetto di tecnologia di frontiera atteso che, come altre tecnologie

01 Tra le diverse definizioni, quella fornita da McKinsey Global Institute, J. MANYIKA, M. CHUI, J. BUGHIN, R. DOBBS, P. BISSON, A. MARRS, *Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy*, Maggio 2013, risulta essere quella che meglio inquadra il concetto di tecnologia di frontiera.

02 Che è necessario distinguere dagli algoritmi che sono, invece, «uno strumento per l'intelligenza artificiale, ma non è intelligenza artificiale» (così M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. Dir. ec.*, suppl. al n. 3, 2021, 204-205).

che hanno cambiato il corso della storia, anch'essa rappresenta un evidente punto cardine nel progresso globale.

Si tratta, quindi, di una tecnologia in grado di poter ridefinire gli assetti socioeconomici globali, di trasformare significativamente le catene del valore e i macrosettori economici, ciò primariamente grazie alla capacità di elaborare grandi quantità di dati, automatizzare processi complessi e fornire supporto decisionale ed è uno strumento in grado di provocare quello che è stato definito «il grande balzo storico dell'inizio del terzo millennio»[03].

L'influenza di questa fattispecie di tecnologie, quindi, si riverbera in maniera totalitaria con il coinvolgimento di tutti gli attori della società, dal settore pubblico a quello privato, sia in via orizzontale che verticale. Tant'è che l'IA[04] rientra tra quelle tecnologie c.d. «distruttive»[05], in grado di attivare processi di "distruzione creativa"[06] tali da rivoluzionare la società e il mercato[07].

La particolarità dell'IA è il percorso storico assai peculiare che la caratterizza, consi-

---

03 Così S. Mattarella, *Messaggio di Fine Anno del Presidente della Repubblica Sergio Mattarella*, in *quirinale.it*, 31 dicembre 2023.

04 Per una definizione puntuale di Intelligenza Artificiale si rinvia all'AI Act (Regolamento (Ue) 2024/1689 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale e modifica i regolamenti (CE) n, 300/2008, (UE) n, 167/2013, (UE) n, 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1139 e (UE) 2019/2144 e le direttive 2014/90/UE, (UE) 2016/797 e (UE) 2020/1828 (regolamento sull'intelligenza artificiale), art. 3, punto 1) che la identifica quale «un sistema automatizzato progettato per funzionare con livelli di autonomia variabili e che può presentare adattabilità dopo la diffusione e che, per obiettivi espliciti o impliciti, deduce dall'input che riceve come generare output quali previsioni, contenuti, raccomandazioni o decisioni che possono influenzare ambienti fisici o virtuali». Tale definizione, seppure sia stato spesso evidenziato come non ne esista una univoca (cfr. *ex multis* S.J. Russell, P. Norvig, e E. Davis, *Artificial Intelligence: A Modern Approach*, 4° ed., Londra, 2016; S. Bringsjord, N.S. Govindarajulu, voce *Artificial Intelligence*, in *The Stanford Encyclopedia of Philosophy*, Stanford, 2020; J. Turner, *Robot Rules. Regulating Artificial Intelligence*, Londra, 2019, 7 ss.; F. Donati, *Intelligenza Artificiale e giustizia*, in Rivista AIC, n. 1, 2020, 415; M. U. Sherer, *Regulating Artificial Intelligence Systems: Risks, Challenges, Competencies and Strategies*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2, 2016, 359; C. Casonato, *Intelligenza artificiale e diritto costituzionale: prime considerazioni*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2019, 102; A. D'Aloia, *Il diritto verso "il mondo nuovo". Le sfide dell'Intelligenza Artificiale*, in *Rivista di BioDiritto*, 1, 2019, 8; F. Raso, H. Hilligoss, V. Krishnamurthy, C. Bavitz e L.Y. Levin, *Artificial Intelligence & Human Rights: Opportunities and Risks*, Harvard, 2018; E. Rich, K. Knight, *Artificial Intelligence*, New York, 1991), riesce comunque a fornire un'identità completa della tecnologia in esame.

05 Directorate-General for External Policies - Policy Department (European Parliament, *Current and Emerging Trends in Disruptive Technologies: Implications for the Present and Future of EU's Trade Policy*, Bruxelles, 2017, 2).

06 J. Schumpeter, *Capitalism, Socialism, and Democracy*, VI ed., Londra, 2003, 81 e ss.

07 Sul punto v. F. Capriglione, *Diritto ed economia. La sfida dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, n. 3, suppl., 2021, 33.

stente da una prima fase di ricerca risalente alla prima metà del '900[08], seguita poi da uno sviluppo scarno legato alla sua dipendenza diretta dal progresso tecnologico di altri settori (microchip e schede grafiche) e dalla potenza computazionale disponibile, che non ne ha permesso una adeguata sperimentazione iniziale[09].

08 Sul punto cfr. W.S. McCulloch. W. Pitts, *A logical calculus of the ideas immanent in nervous activity. Bulletin of Mathematical Biophysics*, n. 5, 1943, 115-133, dove gli AA. proposero il primo modello matematico di rete neurale. Successivamente, cfr. A.M. Turing, *Computing Machinery and Intelligence*, Mind, 1950. Si ritiene che la nascita della materia di studio sull'Intelligenza Artificiale sia avvenuta nel 1956 al Dartmouth College, università statunitense situata ad Hanover grazie all'iniziativa di McCarthy (sul punto cfr. D. Crevier, *Ai: The Tumultuous history Of The Search For Artificial Intelligence*, New York, 1993, 48-50; H. Haenlein, A. Kaplan, *A brief history of artificial intelligence: On the past, present, and future of artificial intelligence*, in *California Management Review*, 2019; si rinvia anche a P. Mariani, D. Tiscornia (a cura di), *Sistemi esperti giuridici. L'intelligenza artificiale applicata al diritto*, Milano, 1989, 34).

09 Il termine "Intelligenza Artificiale", però, fu coniato solo nel 1955 (J. Mccarthy et al., *A Proposal for the Darmouth Summer Research Project on Artificial Intelligence*, 31 agosto 1955, 2, consultabile all'indirizzo http://jmc.stanford.edu/articles/dartmouth/dartmouth.pdf) e «la sfida che si posero gli scienziati con l'IA era di riuscire a costruire un cervello che oltre ad avere un software duttile avesse anche un hardware implementabile a piacere [...] in altri termini, immaginarono di poter creare ciò che oggi chiamiamo un'Intelligenza Artificiale (IA), con l'obiettivo ultimo di simulare, e possibilmente superare, il funzionamento del cervello umano» (così G. Maira, *Intelligenza umana e intelligenza artificiale*, in *federalismi.it*, n. 7, 2021, 7). Sul punto è interessante osservare anche come, in quegli anni, si sia sviluppato un filone di ricerca e sperimentazione sull'impiego della tecnologia in ambito giudiziario, dall'automazione della giustizia alla sperimentazione di strumenti di ausilio per i giudicanti e gli avvocati, sino ad arrivare ad ipotesi di giustizia predittiva, teoricamente impensabile per quegli anni (cfr. *ex multis* A. Harris, *Judicial Decision Making and Computers*, in *Vill. L. Rev.*, 12, 1967, 272; R. Lawlor, *Forum: Computers and Automation in Law*, in *Cal. B.J.*, n. 40, 1965, 30 ss.; C. Hayden, *How Electronic Computers Work: A Lawyer Looks Inside the New Machines*, in *Modern Uses of Logic in Law*, n. 62, 112 ss.; C. Morris, *Hospital Computers in Court*, in *Modern Uses of Logic in Law*, n. 4, 61 ss.; D. Hensley, *Punched Cards Produce Progress in Probate Court*, in *A.B.A.J.*, n. 48, 1962, 138; E. Adams, *EDP Aid to the Courts*, in *Proceedings of the Conference on Edp Systems for State and Local Governments*, 1964; A. Ellenbogen, *Automation in the Courts*, in *A.B.A.J.*, 1964, 655 ss.; J. Spangenberg, G. Neumann, *Data Processing: A Modern Tool to Help Improve Judicial Administration*, in *Mass. L.Q.*, n. 50, 1965; J. Davis, *Automatic Data Processing and the Judge Advocate General's Corps*, in *Military L. Rev.*, n. 23, 1964).

Solo a partire dal 2010, l'accesso e l'archiviazione di enormi quantità di dati[10] impiegabili per l'apprendimento delle macchine e l'impiego di *hardware* in grado di accelerare i processi di apprendimento dell'I.A[11], sono riusciti a rappresentare una svolta per lo sviluppo di questa tecnologia.

In sostanza, il percorso di sviluppo dei sistemi di IA è stato contrassegnato sì da un lungo ed iniziale andamento altalenante ma, oggi, la sua crescita può definirsi *tout court* rapida ed esponenziale[12].

Alla luce dell'espansione repentina che questa tecnologia ha avuto negli ultimi anni e delle sue potenzialità future, uno sviluppo concreto (e corretto) dell'IA, può permettere un posizionamento efficace (di *leader*) degli Stati sulla frontiera tecnologica a livello globale. In particolare, per i paesi già sviluppati e industrializzati, si può arrivare a ipotizzare anche uno spostamento in avanti della frontiera tecnologica a garanzia di una consistente crescita economica.

Conseguentemente, l'IA, come le altre tecnologie di frontiera hanno la caratteristica di determinare la nascita (rapida) di nuovi mercati o lo sviluppo di quelli già esistenti, richiedendo interventi normativi tempestivi per regolarne l'utilizzo.

L'adozione diffusa dell'IA, però, solleva criticità sulla tassonomia e sul metodo di utilizzo della stessa, nonché problematiche in tema di trasparenza, responsabilità e neutralità delle decisioni automatizzate. Le sfide in tal senso sono numerose e, tra queste l'effetto *black box*, ovvero la difficoltà di comprendere il processo decisionale interno dei siste-

10 Il valore economico (G. Luchena, S. Cavaliere, *Il riutilizzo dei dati pubblici come risorsa economica: problemi e prospettive*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 1, 2020, 151-169) e sociale dei dati è aumentato in maniera esponenziale. A evidenziare l'importanza dei dati è proprio il legislatore, principalmente quello europeo, che negli ultimi anni ha dato il via a numerose iniziative (Regulation (Eu) 2023/2854 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2023 on harmonised rules on fair access to and use of data and amending Regulation (EU) 2017/2394 and Directive (EU) 2020/1828 (Data Act) volte, soprattutto, alla protezione dei dati (personali e non), alla loro tracciabilità e al loro sfruttamento per fini commerciali (V. Falce, *Strategia dei dati. Traiettorie orizzontali e applicazioni verticali*, in V. Falce (a cura di), *Strategia dei dati e intelligenza artificiale. Verso un nuovo ordine giuridico del mercato*, Torino, 2023, 5 e S. Landini, *Circolazione dei dati, data analytics e tool di intelligenza artificiale nel settore assicurativo*, in V. Falce, U. Morera (a cura di), *Dall'*open banking *all'*open finance. *Profili di diritto dell'economia*, Torino, 2024, 95 ss); ciò si è esteso, ad esempio, anche al settore assicurativo (S. Landini, *Circolazione dei dati, data analytics e tool di intelligenza artificiale nel settore assicurativo*, in Analisi Giuridica dell'Economia, fasc. 1, giugno 2025, 319 ss.).

11 C. Böhm, R. Noll, C. Plant, B. Wackersreuther, A. Zherdin, *Data Mining Using Graphics Processing Units*, in Computer Science, vol. 5740, Berlino, 2009.

12 In merito è stato osservato che «l'innovazione tecnologica digitale, in particolare quella legata agli sviluppi dell'intelligenza artificiale, segue una traiettoria esponenziale» (così M. Sepe, I*nnovazione digitale, tra rischi di deriva algocratica e possibili rimedi*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, supplemento al n. 4, 2023, 237).

mi[13], e i c.d. "pregiudizi" algoritmici[14], derivanti dall'addestramento dei modelli su dati che possono contenere *bias*[15] impliciti[16], ne rappresentano solo alcune.

La regolamentazione del mercato dell'IA non solo deve garantire un uso etico e sicuro, ma anche promuovere l'innovazione e lo sviluppo economico, ciò attraverso l'adozione di quadri normativi robusti ma, allo stesso tempo, flessibili, atteso che l'importanza di regolare un nuovo mercato non si ferma solo alla tutela dell'individuo, ma coinvolge anche la stabilità economica, gli impatti sociali e la competitività nel mercato globale.

La tecnologia in esame, infatti, ha il potenziale di migliorare significativamente la produttività e la crescita economica. Ciò, tuttavia, introduce nuove sfide, come il mutamento del mercato del lavoro e la concorrenza sleale. Un mercato regolato potrebbe garantire un equilibrio quale risultato della combinazione della supervisione nazionale e sovranazionale.

I sistemi di IA, specialmente quelli utilizzati in aree critiche come la sanità e la finanza, devono aderire a elevati standard di trasparenza e responsabilità. Il potenziale dell'IA di facilitare attività criminali, denominato AI-Crime, sottolinea la necessità di una regolamentazione che prevenga l'uso improprio promuovendo al contempo l'innovazione.

L'approccio europeo sul punto, che mira a bilanciare l'integrazione del mercato con lo sviluppo responsabile dell'IA, è un esempio di ricerca di equilibrio o di «ritmo»[17].

Una posizione regolatoria proattiva diviene quindi essenziale purché conservi una flessibilità e un'adattabilità tali da poter tenere il passo con i rapidi avanzamenti tecnologici.

Pertanto, possono rilevarsi due aspetti che contraddistinguono l'attuale contesto: in

13 F. Pasquale, *The black box society: the secret algorithms that control money and information*, Cambridge, Mass. - London, 2015; Y. Bathaee, *The Artificial Intelligence black box and the failure of intent and causation*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, vol. 31, 2018, 906; C. Rudin, *Stop explaining black box machine learning models for high stakes decisions and use interpretable models instead*, in *Nature Machine Intelligence*, n. 1, 2019, 215.

14 Cfr. *ex multis* S. Tommasi, *Algoritmi e nuove forme di discriminazione: uno sguardo al diritto europeo*, in *Revista de Direito Brasileira*, n. 10, 2020, spec. 114 ss.; P. Zuddas, *Intelligenza artificiale e discriminazioni*, in *Consulta online*, 2020; M. Galeotti, *Discriminazioni e algoritmi. Incontri e scontri tra diverse idee di fairness*, in *The Lab's Quarterly*, n. 4, 2018, 73 ss.; T.Z. Zarsky, *An analytic challenge: discrimination theory in the age of predictive analytics*, in *I/S: A Journal of Law and Policy for the Information Society*, n. 14, 2017, 12.

15 B. Friedman, H. Nissenbaum, *Bias in Computer Systems*, in *ACM Transactions on Information Systems*, n. 14, 1996, spec. 332.

16 O anche discriminazioni indirette (cfr. A. Prince, D.B. Schwarcz, *Proxy Discrimination in the Age of Artificial Intelligence and Big Data*, in *Iowa Law Review*, n. 1257, 2020; L. Alexander, K. Cole, *Discrimination by Proxy*, in *Constitutional Commentary*, vol. 14, 1997, 453 ss.).

17 G. Marchant, *Addressing the Pacing Problem*, in G. Marchant et al. (eds), *The Growing Gap Between Emerging Technologies and Legal-Ethical Oversight: The Pacing Problem*, Springer Netherlands, 2011.

primo luogo, vi è la regolamentazione dell'IA che, a livello europeo, è sì avvenuta in tempi ragionevoli se rapportata alla velocità di diffusione della tecnologia, ma che presenta numerose criticità; in secondo luogo, emerge come il settore privato sia la colonna portante dello sviluppo della tecnologia in esame e, solo nei tempi più recenti, si è potuto osservare un ingresso dell'IA nella programmazione economica europea[18] e statale, ma tali iniziative potrebbero non essere adeguatamente sostenute da un apparato normativo troppo restrittivo in termini di libertà di sviluppo.

2. Intelligenza Artificiale e governance: il difficile equilibrio tra progresso tecnologico e controllo

Per affrontare le sfide poste dall'IA diviene necessario un intervento legislativo equilibrato, al fine di sviluppare una regolamentazione che possa garantire livelli elevati di trasparenza e spiegabilità dei sistemi, identificare e mitigare i pregiudizi e promuovere l'equità e l'inclusione assicurando che gli utenti possano anche comprendere e contestare le decisioni della stessa.

Tale intervento, però, non appare di semplice attuazione[19], poiché una *governance* eccessivamente restrittiva può anche divenire un freno per lo sviluppo e la crescita economica.

A quanto esposto può aggiungersi un ulteriore aspetto: se la normazione avviene in maniera errata o è troppo permissiva, può ingenerare, invece, effetti negativi; pertanto, regolare la tecnologia e promuoverne lo sviluppo è, di fatto, una questione di equilibrio.

L'adozione dell'AI Act rappresenta una delle più importanti iniziative a livello globale (ed europeo) in materia di regolamentazione specifica di una singola fattispecie tecnologica. Se, però, l'atto rappresenta un passo importante verso lo sviluppo di un quadro normativo che favorisca l'innovazione responsabile e la tutela dei mercati coinvolti, ciò non garantisce che tale iniziativa non rappresenti, invece, una limitazione alla ricerca e allo sviluppo tecnologico.

Sul punto i *policymaker* e i regolatori svolgono ruoli fondamentali, difatti «al primo competono le scelte in materia di libertà e responsabilità nello sviluppo dell'intelligenza artificiale; al secondo appartengono i compiti di tradurre tali scelte in regole applicabili in un contesto di mercato; ciò disciplinando quella nuova commistione tra uomo e macchina che, al presente, condiziona la formulazione dell'offerta e della domanda di

18 M. Papazoglou, J. Torrecillas Jodar, M. Cardona, E. Calza, M. Vazquez-Prada Baillet, R. Righi, *Mapping EU level funding instruments to Digital Decade targets. Application to main digital instruments in 2014-2027*, in M. Lopez Cobo, G. De Prato (a cura di), *Mapping EU level funding instruments to Digital Decade targets. Application to main digital instruments in 2014-2027*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2023.

19 Riconosciuta come una «situazion(e) di più complessa sistemazione [...] nelle sue diverse modalità applicative incidenti sul campo economico» (G. Luchena, *Orizzonti del Diritto dell'economia: un'introduzione. Oggetto, metodo, dottrine*, in *Riv. trim Dir. ec.*, n. 4, 2023, 428).

capitali, di servizi bancari e di strumenti finanziari»[20].

La capacità di elaborare una *governance* e regolare nuovi mercati prima di altre economie può rendere la tecnologia emergente fruibile al pubblico più rapidamente, evitare correttivi *ex post* a tecnologie già commercializzate e diffondere i prodotti all'interno del mercato o esportarli, con un conseguente vantaggio tecnologico ed economico per le imprese private e per lo Stato che lo ha promosso.

Viceversa, anche il mercato può influenzare le scelte del regolatore e tale fenomeno può osservarsi nelle tre diverse politiche di intervento adottate rispettivamente dagli Stati Uniti, dalla Cina e dall'Unione Europea per il mercato tecnologico. I primi hanno un «approccio tecno-libertario [...] incentrato sulla primazia del libero mercato tecnologico e dunque del libero esercizio del potere tecnologico ed economico»[21]; la seconda opera un profondo controllo statale sulle tecnologie[22] mentre la terza ha un approccio mediano che punta alla creazione e/o produzione di tecnologie anche nella tutela dei diritti e dei principi sulla quale fonda in maniera diversa «rispetto alle opzioni più radicali improntate al *laissez-faire* statunitense e all'iperstatalismo cinese, prospettando la possibilità di una mediazione tra le esigenze di promozione dell'integrazione del mercato digitale europeo e di una effettiva incorporazione, nel funzionamento di questo stesso mercato, dei valori fondanti le tradizioni costituzionali dell'Unione e degli Stati membri»[23].

La difficoltà di regolare una tecnologia di frontiera si rileva proprio dal lungo percorso legislativo europeo che ha portato all'adozione del Regolamento europeo dell'IA e ha consolidato il modello regolatorio europeo "rights-driven"[24]. L'*iter* ha visto un concate-

20 Così M. Pellegrini, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim Dir. ec.*, n. 3, 2021, 431.

21 N. Abriani, G. Schneider, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, 19.

22 Cfr. G. Finocchiaro, *Intelligenza artificiale. Quali regole?*, Bologna, 2024, 107 ss.

23 N. Abriani, G. Schneider, *op. cit.*, 20. Per un approfondimento sulle convergenze e divergenze tra le iniziative regolatorie degli Stati Uniti, della Cina e dell'Europa cfr. A. Stiano, *La «corsa» alla regolamentazione dell'intelligenza artificiale: una riflessione in chiave comparata*, in *DPCE*, n. 1, 2025, 97-116; J. Hilman, *Smart Regula tion: Lessons from thr Artificial Intelligence Act*, in *Emory International Law Review*, n. 37, 2023, 775; M. Hervey, M. Lavy (a cura di), *The Law of Artificial Intelligence*, 2° ed., Londra, 2024; J. van den Hoven, G. Pozzi, M. Stauch, I. Lishchuk, F. Musiani, et al., *The European Approach to Artificial Intelligence across Geo-political Models of Digital Governance*, 2024, https://shs.hal.science/halshs-04696710v1; A. Bradford, *Digital Empires The Global Battle to Regulate Technology*, Oxford, 2023 e E. Chiti, B. Marchetti, *Divergenti? Le strategie di Unione europea e Stati Uniti in materia di intelligenza artificiale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 1, 2020.

24 A. Bradford, cit., spec. 105 ss.

narsi di numerosi atti di *soft law* e, in particolare, di atti di *pre-law*, e *para-law*[25] che hanno posto le basi per una prima idea di *governance* europea di IA, la cui origine può rinvenirsi[26] nella pubblicazione delle "raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica"[27] (CLRR), documento con il quale è stato sottolineato il possibile impatto dei processi delle decisioni automatizzate[28]. Solo quattro anni dopo, nel 2021, la Commissione europea ha elaborato la proposta di Regolamento

25A. Poggi, Soft law *nell'ordinamento comunitario*, in *Annuario 2005. L'integrazione dei sistemi costituzionali europeo e nazionali. Atti del XX Convegno Annuale. Catania, 14-15 ottobre 2005*, Padova, 2007, 369 ss. e L. Senden, *Soft Law in European Community Law*, Oxford, 2004, 478 ss. Quello della *soft law* viene ritenuto un «sistema affidabile di *enforcement* in assenza del quale (i nuovi diritti sostanziali e procedurali legati all'impiego delle nuove tecnologie) resterebbero soltanto delle prescrizioni senza alcuna pretesa di vincolatività» (così A. Pajno, M. Bassini, G. De Gregorio, M. Macchia, F. Patti, O. Pollicino, S. Quattrocolo, D. Simeoli, P. Sirena, *AI: profili giuridici – Intelligenza Artificiale: criticità emergenti e sfide per il giurista*, in *Rivista di Biodiritto*, vol. 3, 2019, 210-211).

26Nel 2017 il Consiglio europeo ha posto in evidenza la necessità «di far fronte alle tendenze emergenti» tra cui «questioni quali l'intelligenza artificiale» (Consiglio europeo, *Riunione del Consiglio europeo (19 ottobre 2017) – Conlusioni,* EUCO 14/17, 2017, 8).

27 Gazzetta Ufficiale U.E., P8TA(2017)0051, *Norme di diritto civile sulla robotica, Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica* (2015/2103(INL) (2018/C 252/25), 18 luglio 2018.Tra le iniziative precedenti può richiamarsi CEPEJ, *The CEPEJ European Ethical Charter on the use of artificial intelligence (AI) in judicial systems and their environment. Presentation note*, 2018 (in merito cfr. *ex multis*, F.C. Gastaldo, *Lo statuto della giustizia digitale nella carta etica della CEPEJ*, in *iusinitinere.it*, 2 aprile 2021; C. Barbaro, *Uso dell'intelligenza artificiale nei sistemi giudiziari: verso la definizione di principi etici condivisi a livello europeo?,* in *Questione giustizia*, n. 4, 2018; S. Quattrocolo, *Intelligenza artificiale e giustizia: nella cornice della Carta etica europea, gli spunti per un'urgente discussione tra scienze penali e informatiche*, in *Legislazione Penale*, 2018). Le iniziative successive sono, invece, state molto più numerose: le "*Ethics Guidelines for Trustworthy Artificial Intelligence*", hanno rappresentato il primo passo per uno sviluppo uniforme dell'IA in Europa (N.A. Smuha*, The EU Approach to Ethics Guidelines for Trustworthy Artificial Intelligence*, in *Computer Law Review International*, vol. 20, 2019, 97-106). Successivamente, con il *White Paper on Artificial Intelligence - A European approach to excellence and trust*, sono state avanzate le prime ipotesi di regolamentazione per lo sviluppo dell'IA per tutti gli ambiti applicativi (pubblici, economici e privati) e sull'adattabilità della normativa vigente all'epoca per far fronte ai rischi derivanti dall'impiego dei sistemi di IA. *Ex multis* possono richiamarsi anche: Commissione europea, *Plasmare il futuro digitale dell'Europa*, COM(2020)67 final, 19 febbraio 2020 e Commissione Europea, *Bussola per il digitale 2030: il modello europeo per il decennio digitale*, COM(2021) 118 final, 9 marzo 2021; Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti il quadro relativo agli aspetti etici dell'intelligenza artificiale, della robotica e delle tecnologie correlate, 2020/2012(INL); Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 recante raccomandazioni alla Commissione su un regime di responsabilità civile per l'intelligenza artificiale, 2020/2014(INL); Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 sui diritti di proprietà intellettuale per lo sviluppo di tecnologie di intelligenza artificiale, 2020/2015(INI); Progetto di relazione del Parlamento europeo sull'intelligenza artificiale nel diritto penale e il suo utilizzo da parte delle autorità di polizia e giudiziarie in ambito penale, 2020/2016(INI); *Piano d'azione per l'istruzione digitale 2021-2027 - Ripensare l'istruzione e la formazione per l'era digitale*, COM(2020)624 final, 30 settembre 2020).

28 Id., punto Q.

sull'Intelligenza Artificiale[29], poi definitivamente approvata a giugno 2024.[30]

Con l'AI Act, le autorità europee mirano a preparare il mercato dell'Unione garantendo l'introduzione di prodotti di IA che siano sicuri, affidabili[31] ed etici[32]. Per fare ciò, il Re-

29Commissione Europea, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'Intelligenza Artificiale (Legge sull'Intelligenza Artificiale) e modifica di alcuni atti legislativi dell'Unione*, COM(2021) 206 final, 21 aprile 2021, iniziativa già anticipata nel 2019 dalla presidente Von Der Leyen (in U. Von Der Leyen, *Orientamenti politici per la prossima Commissione europea 2019 – 2024*, 2019, 14-15). In merito si cfr. *ex multis* D. Di Sabato, G. Alfano, *L'impiego dell'IA per condizionare e valutare le persone tra limitazioni e divieti: qualche considerazione critica sulla proposta di Regolamento sull'IA elaborata dalla Commissione europea*, in Rivista di diritto dell'impresa, n. 2, 2022, 281 e ss.; V. Lemma, *Intelligenza Artificiale e sistemi di controllo: quali prospettive regolamentari?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, supplemento al n. 3, 2021, 319 ss.; C. Casonato, B. Marchetti, *Prime osservazioni sulla proposta di regolamento dell'Unione europea in materia di intelligenza artificiale*, in *BioLaw Journal*, n. 3, 2021; G. Di Rosa, *Quali regole per i sistemi automatizzati intelligenti?*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 5, 2021, 823 ss.; L. Floridi, *The European Legislation on AI: a Brief Analysis of its Philosophical Approach*, in *Philosophy & Technology*, n. 34, 2021, 215–222.

30 Pubblicata il 12 luglio con il numero 2024/1689.

31 La proposta di regolamento, oltre che una presa d'atto di tutti i rilievi sollevati in precedenza dalla stessa Unione Europea, è anche il risultato della consultazione pubblica dei portatori di interesse del settore pubblico e privato (compresi governi e autorità locali) che stata avviata congiuntamente alla pubblicazione del Libro bianco sull'intelligenza artificiale (19 febbraio 2020), ed è terminata in data 14 giugno 2020. Attraverso questa consultazione l'Unione ha raccolto osservazioni e pareri sul Libro bianco per un totale di 1215 contributi attraverso i quali si è avuta una risposta pressoché univoca sulla necessità di dover colmare le lacune legislative e di adottare una normativa nuova e, al contempo, è stato posto in evidenza il bisogno di una regolamentazione semplice e proporzionata coadiuvata da una definizione precisa e restrittiva del concetto di intelligenza artificiale distinguendole a seconda della pericolosità ("rischio") (cfr. *Shaping Europe's digital future, Consultation results 17 July 2020, White Paper on Artificial Intelligence: Public consultation towards a European approach for excellence and trust*, reperibile all'indirizzo https://wayback.archive-it.org/12090/20210304034028/https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/white-paper-artificial-intelligence-public-consultation-towards-european-approach-excellence).

32 Come stabilito in Consiglio europeo, *Riunione straordinaria del Consiglio europeo (1 e 2 ottobre 2020) – Conclusioni*, 2020, 6, e in Parlamento europeo, *Quadro relativo agli aspetti etici dell'intelligenza artificiale, della robotica e delle tecnologie correlate*, P9_TA(2020)0275, 2020, pubblicato in GUUE, C 404/63, 6 ottobre 2021. Altresì, si punta alla riduzione della frammentazione normativa, motivo per cui è prevista anche l'istituzione di un apposito comitato europeo per l'Intelligenza Artificiale che favorisca il coordinamento tra Stati e Unione (v. J. Andraško, M. Mesarčík, O. Hamuľák, *The regulatory intersections between artificial intelligence, data protection and cyber security: challenges and opportunities for the EU legal framework*, in *AI and Society*, n. 36, 2021, 623 ss.). Sul punto si è rilevato come il Regolamento tenti di presentarsi come "preciso e elastico" così da affrontare al meglio la capacità evolutiva dei sistemi di IA. Per poter rimanere al passo, la Commissione (art. 4) punta a rafforzare la propria posizione con la possibilità di adottare atti delegati per aggiornare e modificare il contenuto dell'Allegato I per seguire l'andamento dello sviluppo dei prodotti di IA così da evitare che la lentezza del processo legislativo «diventi freno all'evoluzione della tecnologia e del suo uso all'interno del territorio dell'Unione, mettendo così a rischio la capacitò competitiva stessa dell'Unione a livello globale» (così testualmente F. Pizzetti, *La proposta di Regolamento sull'IA della Commissione Europea presentata il 21.4.2021 (COM (2021) 206 final) tra Mercato Unico e competizione digitale globale*, in *Diritto di Internet*, n. 4, 2021, 594-595).

golamento fonda su un sistema basato sul rischio[33] che permette di classificare le IA attraverso dei criteri di valutazione predeterminati. Tale sistema deve essere adattabile a seconda della portata dei rischi che possono essere generati da un singolo sistema di IA con una previsione espressa di divieti sull'utilizzo di determinati sistemi e a stabilire i vincoli di sviluppo per gli operatori e gli annessi obblighi di trasparenza[34].

A seconda del livello di rischio assegnato, i sistemi di IA devono rispettare una serie di requisiti obbligatori nonché seguire delle procedure di valutazione della conformità prima di poter essere immessi sul mercato.

Fra le priorità individuate dalla Commissione, viene in evidenza in primo luogo quello del rispetto dei diritti fondamentali, tant'è che la tutela di questi ultimi è un requisito per determinare se un'IA è, o meno, ad alto rischio[35].

Con tale scelta si mira a ridurre le possibilità che si verifichino fenomeni diffusi di discriminazione algoritmica, anche attraverso l'utilizzo di *dataset* che siano sottoposti ad una sorveglianza umana attiva durante l'annotazione e la catalogazione.

Vengono individuati essenzialmente due livelli di rischio: pratiche di IA vietate (che comporta il divieto di determinate pratiche o usi dei sistemi di IA (art. 5) e ad alto rischio (artt. 6 e ss.), in continuità con l'approccio prudenziale europeo che nel caso di specie si applica attraverso una limitazione dell'accesso al mercato di quei prodotti ritenuti troppo pericolosi il cui impatto non può essere mitigato[36]. In merito, è stato rilevato come l'approccio strategico e regolatorio dell'Unione nei confronti dell'I.A sembri subire, in parte, le influenze dalla crisi del 2008. Ciò potrebbe aver portato la Commissione a porsi nei confronti dell'IA come una sorta di seme di una possibile tecno-crisi, «che si aggiunge a quelle già esistenti ed è destinata a interagire con queste in modi non ancora del tutto prevedibili» decidendo, «nello stesso tempo, di sostenere e di alimentare

33 G. De Gregorio, P. Dunn, *The European risk-based approaches: Connecting constitutional dots in the digital age*, in *Common Market Law Review*, vol. 59(2), 2022, 473 ss.

34 Si consideri, a titolo esemplificativo, che la *Directive on Automated Decision Making* in vigore in Canada dal 2019 (e costantemente sottoposta ad aggiornamento obbligatorio semestrale) prevede, tra i requisiti che devono essere posseduti da un sistema di IA, che venga garantita una spiegazione (comprensibile) agli individui investiti da una decisione ottenuta in maniera automatizzata (punto 6.2 "Trasparency" della *Directive on Automated Decision Making*, aggiornata al 1.04.2021 e consultabile all'indirizzo https://www.tbs-sct.gc.ca/pol/doc-eng.aspx?id=32592).

35 «Un sistema di IA di cui all'allegato III non è considerato ad alto rischio se non presenta un rischio significativo di danno per la salute, la sicurezza o i diritti fondamentali delle persone fisiche, anche nel senso di non influenzare materialmente il risultato del processo decisionale» (art. 6, c. 3, AI Act).

36 K. Garnett, D. J Parsons, *Multi-Case Review of the Application of the Precautionary Principle in European Union Law and Case Law*, in *Risk Analysis*, n. 37,2017, 502.

tale fattore»[37] che influenza direttamente anche l'iniziativa normativa[38].

Occorre porre in luce che la tecnologia in esame, se non gestita e regolata nel modo corretto (o con una corretta flessibilità), potrebbe portare ad affrontare una nuova crisi che coinvolgerebbe tutti i settori[39].

2.1. *(segue) ... il sistema basato sul rischio: flessibilità normativa o limite implicito?*

Proprio questo timore nei confronti dell'IA ha portato la Commissione a sviluppare un sistema basato sul rischio[40].

La circostanza che oggi il Regolamento preveda solo due livelli di rischio rinviene da una modifica sostanziale rispetto a quanto originariamente previsto nella proposta che, invece, distingueva tre livelli di rischio «i) un rischio inaccettabile - ad esempio quelle che violano i diritti fondamentali e non sono immettibili nel mercato -; ii) un rischio alto; iii) un rischio basso o minimo»[41].

---

37 Testualmente E. Chiti, B. Marchetti, *Divergenti?*, cit., 31 e 33. Gli Autori hanno altresì evidenziato come l'intervento legislativo posto in essere dalla Commissione rispecchi la politica industriale europea anche in un'ottica di innovazione tecnologica sostenibile.

38 La possibilità di poter utilizzare l'IA in innumerevoli settori potrebbe avvicinarla a quella che è stata definita una «crisi multidimensionale» (E. Chiti, B. Marchetti, *o.l.c.*, 4) così come lo è stata quella del 2008 (sul punto cfr. E. Chiti, A.J. Menéndez, P.G. Teixeira (a cura di), *The European Rescue of the European Union? The Existential Crisis of the European Political Project*, in *Arena Report No 3/12* e *Recon Report No. 19*, 2012; J.H. Weiler, *Europe in Crisis – On 'Political Messianism', 'Legitimacy' and the 'Rule of Law'*, in *Singapore Journal of Legal Studies*, 2012, 248 ss.; G. Majone, *The Deeper Euro-Crisis or: The Collapse of the EU Political Culture of Total Optimism*, in *EUI Working Paper LAW*, n. 10, 2015).

39 Tale attenzione emergeva già prima della pubblicazione della proposta di Regolamento (cfr. F. Rodi, *Gli interventi dell'Unione europea in materia di intelligenza artificiale e robotica: problemi e prospettive*, in G. Alpa (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale*, Pisa, 2020, 187-210; L. Parona, *Prospettive europee e internazionali di regolazione dell'intelligenza artificiale tra principi etici,* soft law *e* self regulation, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 1, 2020, 70 ss.; M. Zanichelli, *Ecosistemi, opacità, autonomia: le sfide dell'intelligenza artificiale in alcune proposte recenti della Commissione europea*, in A. D'Aloia (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto. Come regolare un mondo nuovo*, Milano, 2020, 67-87; A. Adinolfi, *L'Unione europea dinanzi allo sviluppo dell'intelligenza artificiale: la costruzione di uno schema di regolamentazione europeo tra mercato unico digitale e tutela dei diritti fondamentali*, in S. Dorigo (a cura di), *Il ragionamento giuridico nell'era dell'intelligenza artificiale*, Pisa, 2020, 13 ss.; A. Amidei, *La governance dell'intelligenza artificiale: profili e prospettive di diritto dell'Unione europea*, in U. Ruffolo (a cura di), *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, Torino, 2020, 571 ss.; A. Celotto, *Come regolare gli algoritmi. Il difficile bilanciamento fra scienza, etica e diritto*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, 2019, 47 ss.; G. Resta, *Governare l'innovazione tecnologica: decisioni algoritmiche, diritti digitali e principio di uguaglianza*, in *Politica del Diritto*, n. 2, 2019, 199 ss.; G. Proietti, *Intelligenza artificiale: una prima analisi della proposta di regolamento europeo*, in *Diritto bancario*, 2021; G. Di Rosa, *Quali regole per i sistemi automatizzati?*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 5, 2021, 823; M. Craglia (a cura di), *Artificial Intelligence - A European Perspective*, Lussemburgo, 2018).

40 Sul punto cfr. G. Lemme, *La proposta di Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e la gestione dei rischi: una battaglia che può essere vinta?*, in *Rivista trimestrale di Diritto dell'economia*, A. Canepa, G.L. Greco (a cura di), *Liber amicorum Laura Ammannati*, suppl. al n. 1, 2024, spec. 259.

41 Commissione europea, *Proposta di regolamento*, cit., punto 5.2.2, 14.

La scelta di rimuovere la classificazione a "rischio basso o minimo" introduce un regime residuale nel quale dovrebbero ricadere tutti quei sistemi di IA non classificabili nei primi due e, pertanto, dovrebbero essere disciplinati (oltre che dalle previsioni generali dell'AI ACT) anche da altri strumenti giuridici unionali e/o nazionali[42].

Durante il suo *iter* legislativo, il Regolamento non è rimasto esente da critiche. Se per un verso si è posto in evidenza come esso possa portare alla creazione di categorie normative astratte e non adeguate ai singoli sistemi immessi nel mercato; per altro verso, è stata lamentata una assenza della figura umana e del rapporto uomo-macchina, che dovrebbe essere proprio il primo soggetto da tutelare[43] e una certa «vaghezza e lacunosità»[44] sul controllo esercitabile nello sviluppo dei sistemi che la proposta relega ad un controllo interno del fornitore.

Numerosi sono anche i rilievi sollevati dalle stesse autorità di regolazione sulla proposta di Regolamento, in particolare in merito alla definizione di IA fornita dalla Commissione, che è stata ritenuta troppo stringente, necessitando piuttosto di un «un approccio adattivo ed evolutivo»[45].

Dall'altra parte anche l'approccio basato su elenchi è stato oggetto di pareri negativi, poiché ritenuto a rischio di «generalizzare una serie di impieghi (dell'IA)», e ciò deriverebbe dalla circostanza che «il rispetto dei requisiti stabiliti per l'IA ad alto e medio rischio[46] non riduce necessariamente i rischi di un pregiudizio alla salute, alla sicurezza e in generale ai diritti fondamentali associati a tutta l'IA ad alto rischio»[47].

Anche il sistema basato sul rischio, sul quale si fonda il Regolamento, non appare pienamente condivisibile. Come lo stesso termine Intelligenza Artificiale indica, si tratta di sistemi "intelligenti" (tenendo comunque conto della macro-distinzione tra IA forte e

42 Come potrebbe essere l'applicazione del Regolamento sulla sicurezza generale dei prodotti (Regolamento (UE) 2023/988 del Parlamento europeo e del Consiglio del 10 maggio 2023 relativo alla sicurezza generale dei prodotti, che modifica il regolamento (UE) n. 1025/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva (UE) 2020/1828 del Parlamento europeo e del Consiglio, e che abroga la direttiva 2001/95/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 87/357/CEE del Consiglio (Testo rilevante ai fini del SEE) per le IA immessi sul mercato come beni di consumo.

43 Entrambe le problematiche sono state sollevate da G. Contissa, F. Galli, F. Godano, G. Sartor, *Il Regolamento Europeo sull'Intelligenza Artificiale. Analisi informatico-giuridica*, in *i-lex*, vol. 14, fasc. 2, 2021, 32 e 33.

44 C. Grieco, *Sorveglianza e controllo. Il modello di governance nella nuova proposta di regolamento sull'IA*, in *i-lex*, vol. 14, fasc. 2, 2021, 95-99.

45 Comitato delle Regioni, 147ª *Sessione Plenaria del CDR, 1.12.2021 - 2.12.2021. Parere del Comitato europeo delle regioni - Approccio europeo in materia di intelligenza artificiale - Legge sull'intelligenza artificiale*, in Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea C 97/60, 28 febbraio 2022, 2.

46 Il "rischio medio" è stato poi rimosso nella versione definitiva del Regolamento.

47 Parere del Comitato economico e sociale europeo sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione, 2021/C 517/09, 2.

IA debole), in grado di apprendere in maniera più o meno autonoma. In via teorica, tutti i sistemi di IA dovrebbero intendersi ad "alto rischio", non distinguendo per il settore in cui essi debbano essere impiegati ma proprio perché la tecnologia è intrinsecamente ad alto rischio. Se l'IA non fosse stata considerata una tecnologia ad alto rischio sin dal principio, sarebbe stato sufficiente applicare una normativa già vigente[48], senza elaborare un apposito regolamento.

Altresì, è stato rilevato che l'A.I. Act ha un orientamento esplicito agli obiettivi del mercato interno e si allontana dalla più tradizionale legislazione dell'UE in materia di sicurezza che esplicitamente tutela determinati diritti (su tutti quello della privacy del GDPR[49]). In particolare, l'«AI Act può talvolta sembrare più vicino a strumenti orientati al mercato, come la legge sui mercati digitali, che a strumenti espressi in termini di diritti fondamentali, come il GDPR»[50].

Alla luce di ciò il regolamento che, se *prima facie* può sembrare meramente tassonomico e in linea con gli altri regolamenti europei in materia digitale, ha una concreta portata economica.

Sul punto possono richiamarsi due circostanze esemplificative.

In primo luogo, nell'AI Act, viene fatto esplicito divieto di immissione sul mercato (art. 5, c. 1, lett. d) «di un sistema di IA per effettuare valutazioni del rischio relative a persone fisiche al fine di valutare o prevedere il rischio che una persona fisica commetta un reato, unicamente sulla base della profilazione di una persona fisica o della valutazione dei tratti e delle caratteristiche della personalità; tale divieto non si applica ai sistemi di IA utilizzati a sostegno della valutazione umana del coinvolgimento di una persona in un'attività criminosa, che si basa già su fatti oggettivi e verificabili direttamente connessi a un'attività criminosa». Il riferimento appare esplicito nei confronti dei c.d. Risk Assesment Tools che vengono impiegati (principalmente negli Stati Uniti, ma anche in

48 Nel *corpus* di norme Europee applicabili e adattabili ai sistemi di IA possono citarsi, in maniera esemplificativa e non esaustiva, la Direttiva 2001/95/CE in materia di sicurezza dei prodotti e di responsabilità per danno da prodotti difettosi (che prevede norme specifiche volte a regolare diverse categorie di prodotti; la Direttiva 2000/43/CE sull'uguaglianza razziale; la direttiva 2000/78/CE sulla parità di trattamento in materia di occupazione e di condizioni di lavoro; le direttive 2004/113/CE e 2006/54/CE sulla parità di trattamento tra uomini e donne per quanto riguarda l'accesso a beni e servizi e in materia di occupazione; la direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali; la direttiva 2011/83/CE sui diritti dei consumatori; il Regolamento 2016/679 sulla protezione dei dati personali e sulla privacy; la Direttiva (UE) 2016/680 sulla protezione dei dati nelle attività di polizia e giudiziarie (relativa alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali da parte delle autorità competenti a fini di prevenzione, indagine, accertamento e perseguimento di reati o esecuzione di sanzioni penali, nonché alla libera circolazione di tali dati) e la Direttiva (UE) 2019/882 sui requisiti di accessibilità dei prodotti e dei servizi.

49 G. Malgieri, G. Comandé, *Why a Right to Legibility of Automated Decision making Exists in the General Data Protection Regulation*, in *International Data Privacy Law*, 2017, 243-265.

50 Così tradotto M. Almada, N. Petit, *The EU AI act: a medley of product safety and fundamental rights?*, in *Robert Schuman Centre for Advanced Studies Working Paper*, n. 59, 2023, 11-12.

Spagna e Inghilterra) per la valutazione del rischio degli imputati e che negli anni sono stati oggetto di studio e di critica[51]. Tali strumenti, che secondo l'AI Act non dovrebbero essere immessi sul mercato, sono allo stato attuale (in Europa) meri algoritmi di calcolo statistico e non sistemi di "Intelligenza Artificiale" assoggettabili al Regolamento europeo. Con l'entrata in vigore di quest'ultimo, è molto elevata la probabilità che le imprese produttrici perdano interesse nel finanziamento della ricerca su tali strumenti, portando ad una situazione di stallo nel loro sviluppo e nell'effettuare il salto da algoritmo a sistema intelligente. Ciò a discapito sia della ricerca tecnologica in sé, sia anche di coloro che subiscono gli effetti di tali applicativi, che potrebbero beneficiare da un miglioramento della stessa attraverso la tutela normativa.

In secondo luogo, il Regolamento sembra tenere conto, solo in parte, del c.d. "cambiamento tecnologico"[52] che caratterizza tecnologie digitali, la cui peculiarità risiede in una instabilità evolutiva[53] a cui deve far fronte il legislatore attraverso aggiornamenti e sperimentazioni normative (le c.d. *sandboxes*), che comunque sono state inserite nell'AI Act. La questione sorge sulla fattibilità di tale approccio. Dalla proposta al regolamento definitivo hanno preso piede (in meno di tre anni) le *General-Purpose Artificial Intelligence* (GPAI) che hanno già raggiunto il mercato *mainstream* (Chat GPT su tutti) e tali fattispecie sono state inserite direttamente all'interno dell'AI Act (art. 51) ma tale approccio appare insostenibile nel lungo termine anche solo in riferimento alle stesse GPAI.

Questo perché, come è stato evidenziato, se la *governance* si elabora «nelle prime fasi dello sviluppo tecnologico» si «potrebbero perdere informazioni importanti sulle tecnologie di IA di uso generale e sul loro impatto sulla società, portando a soluzioni

51 Cfr. *ex multis* C. Slobogin, *Preventive Iustice: How Algorithms, Paro le Boards and Limiting Retributivism Could End Mass Incarceration*, in *Wake Forest L. Rev.*, n. 97, 2021; S. Zottola, S. Desmarais, E. Lowder, S. Duhart Clarke, *Evaluating Fairness of Algorithmic Risk Assessment Instruments: The Problem With Forcing Dichotomies*, in *Criminal Justice and Behavior*, n. 49, 2021; G. Vincent, J. Viljoen, *Racist Algorithms or Systemic Problems? Risk Assessments and Racial Disparities*, in *Crim. & Behav.*, n. 47, 2020, 1576; J. Skeern, C. Lowenkamp, *Using Algorithms to Address Trade-Offs Inherent in Predicting Recidivism*, in *Behav. Sci. & L.*, n. 259, 2020; T.H. Cohen, C. Lowenkamp, K. Bechtel e F.W. Flores, *Risk Assessment Overrides: Shuffling the Risk Deck Without Any Improvements in Prediction*, in *Crim. Just., Sc Behav.*, n. 49, 2020, 1609; F. Basile, *Intelligenza Artificiale e Diritto Penale: Quattro possibili percorsi di indagine*, in *Diritto Penale e Uomo – DPU*, 29 settembre 2019; B. Garrett, J. Monahan, *Judging Risk*, in *Calif. L. Rev.*, vol. 108, 2020, 439 e ss.; A. Natale, *Introduzione. Una giustizia (im)prevedibile?*, in *Questione Giustizia*, fasc. 4, 2018, 3 ss.; J. Dressel, H. Farid, *The Accuracy, Fairness, and Limits Of Predicting Recidivism*, in *Sci. Advances*, n. 4, 2018; J.M. Eaglin, *Constructing Recidivism Risk*, in *Emory L. J.*, n. 67, 2017; G. Zara, *Tra il probabile e il certo. La valutazione del rischio di violenza e di recidiva criminale*, in *Diritto penale contemporaneo*, 20 maggio 2016; R. Berk, J. Hyatt, *Machine learning Forecasts of Risk to Inform Sentencing Decisions*, in *Fed, Sent'g Rep.*, n. 27, 2015, 222 ss.; P.B. Imrey, A.P. Dawid, *A Commentary on Statistical Assessment of Violence Recidivism Risk*, in *Stat. & Pub. Pol'y*, vol. 2, 2015.

52 In merito all'evoluzione e alle dinamiche del cambiamento tecnologico si rinvia a J. Mokyr, *La leva della ricchezza. Creatività tecnologica e progresso economico*, Bologna, 1995, spec. 375 ss.

53 S. Hooker, *The Hardware Lottery*, in *Communication of the ACM*, n. 64, 2021, 58 ss.

inadeguate ai problemi legali»; se, invece, si agisse tardivamente la regolamentazione sarebbe «adottata solo una volta che gli effetti negativi di queste tecnologie saranno già manifesti, con conseguenze potenzialmente catastrofiche».[54]

È probabile che tali "conseguenze catastrofiche" rappresentino uno dei principali motivi dell'azione regolatoria preventiva che è stata posta in essere, nonché della c.d. "*regulatory brutality*"[55] posta in essere attraverso il Regolamento, tesa alla quasi totale inosservanza da parte del legislatore europeo dei sistemi giuridici degli Stati membri nella regolamentazione delle tecnologie digitali.

Invero, le conseguenze di tali scelte potrebbero anche spingere le imprese a rinunciare al progresso e alla ricerca a favore di un "*dumbing down*" o "*de-AI-ing*" dei propri prodotti al solo fine di evitare l'adeguamento alla normativa[56], il tutto a discapito del mercato e del progresso tecnologico, che sono, invece, costantemente attenzionati nella programmazione economica europea.

3. Dalla regolazione alla promozione: l'intervento pubblico negli investimenti strategici e le politiche di sviluppo per il mercato tecnologico

Come si è già avuto modo di accennare, tra attività legislativa e progresso tecnologico vi è una interconnessione che, però, quando trattasi di IA, diviene più sinergica.

Per porre in evidenza l'importanza di tale rapporto, è utile osservare quello che è l'approccio statunitense sul punto. Negli ultimi anni, difatti, parallelamente all'evoluzione della legislazione sull'IA in Europa, gli Stati Uniti[57] hanno introdotto una serie di atti che non solo favoriscono lo sviluppo e la ricerca in materia ma, altresì, sembrano allontanarsi, almeno in parte, dalla impostazione liberista che ne caratterizza l'economia anche in materia tecnologica, trattandosi, in prevalenza, di misure di sostegno delle imprese delle attività economiche domestiche. Tra le iniziative possono citarsi il *National Artificial Intelligence Initiative Act* del 2020 che promuove e sovvenziona gli sforzi di innovazione dell'IA nelle principali agenzie federali, per guidare la ricerca e lo sviluppo americani nella tecnologia dell'IA e sostenere l'uso della medesima tecnologia nell'apparato

54 M. Almada, N. Petit, *The EU AI act*, cit., 14.

55 V. Papakonstantinou, P. de Hert, *The Regulation of Digital Technologies in the EU: The Law-Making Phenomena of 'Act-ification', 'GDPR Mimesis' and 'EU Law Brutality'*, Londra, 2024.

56 L. Floridi, *On the Brussels-Washington Consensus About the Legal Definition of Artificial Intelligence*, in *Philosophy & Technology*, vol. 36, 2023, 4.

57 Sul punto cfr. C. Nardocci, *Dalla "self-regulation" alla frammentata regola mentazione dei sistemi di intelligenza artificiale: uno sguardo alla (diversa) prospettiva statunitense*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, fasc. 4, 2024, 859-894.

pubblico. Il successivo *Blueprint for an AI Bill of Rights*[58] del 2022, invece, ha introdotto una serie di principi guida e non vincolanti per lo sviluppo sicuro e protetto dell'IA. Negli Stati Uniti, la complessità insita nella forma di Stato federale ha reso difficile l'attuazione di una politica unificata sull'intelligenza artificiale e, ad oggi, non esiste una legge generale sull'IA ma, tra le iniziative più recenti e significative, può richiamarsi l'ordine esecutivo sullo "Sviluppo e uso sicuro, protetto e affidabile dell'IA", emesso il 30 ottobre 2023[59] che, però, rappresenta comunque un atto programmatorio non vincolante.

Si denota, quindi, come la regolamentazione dell'IA negli Stati Uniti consista in varie iniziative anche a livello federale[60] che, però, non riconducono ad una strategia centralizzata, lasciando libertà quasi assoluta alle imprese che sviluppano questo tipo di *software*; tant'è che nei diversi documenti citati l'obiettivo generale è quello del mantenimento della posizione di *leadership* nel campo IA a livello globale[61].

Di pari passo con la politica di *governance*, i finanziamenti pubblici costituiscono uno dei mezzi principali statunitensi utilizzati per garantire uno sviluppo costante nel settore dell'IA tant'è che a partire dal 2015 si è avuto un notevole incremento degli stessi[62].

58 The White House, *Blueprint for an Ai Bill Of Rights Making Automated Systems Work For The American People*, Washington, ottobre 2022, in merito al quale si rinvia *ex multis* E. Himme, L. Floridi, *The Blueprint for an AI Bill of Rights: In Search of Enaction, at Risk of Inaction*, in *Minds and Machines*, n. 285, 2023; M. Amarikwa, *Rules for robots: constitutional challenges with the ai bill of right's principles regulating automated systems,* in *U. Pa. J. Const. L.*, n. 26, 2024, 1176.

59 J.R. Biden Jr., *Executive Order on the Safe, Secure, and Trustworthy Development and Use of Artificial Intelligence*, Washington, 30 ottobre 2023.

60 Che spesso affrontano solo aspetti specifici, come il California Consumer Privacy Act (Civil Code, Civ Division 3, Obligations Part 4, Title 1.81.5. California Consumer Privacy Act of 2018 [1798.100 - 1798.199.100]), che disciplina l'IA nel processo decisionale automatizzato.

61 L. Fabiano, *Il Liberal-protezionismo digitale statunitense fra difesa della leadership nel mercato tecnologico e sicurezza nazionale*, in *DPCE-online*, n. 3, 2023, 2339.

62 Ad esempio, nel dicembre 2021, la National Science and Technology Council ha pubblicato un documento (The Networking & Information Technology R&D Program and the National Artificial Intelligence Initiative Office, *Supplement to the President's fy2022 budget*, dicembre 2021, consultabile all'indirizzo https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2021/12/FY2022-NITRD-NAIIO-Supplement.pdf) sullo stanziamento di fondi pubblici per il settore di ricerca sviluppo dell'IA per i dipartimenti di Networking and Information Technology Research and Development (NITRD) e il National Artificial Intelligence Initiative. Secondo il report per l'anno 2021 le sole agenzie governative non dedicate alla difesa degli Stati Uniti hanno stanziato fondi pari a 1.53 miliardi di dollari per la ricerca e sviluppo, con la prospettiva di aumentare dell'8.8% per il 2022. Ciò dimostra l'interesse degli Stati Uniti al finanziamento della ricerca nel settore pubblico e non soltanto a quello militare e della difesa (per un confronto tra i diversi approcci cfr. C. Cath, S. Watcher, B. Mittelstadt, M. Taddeo, L. Floridi, *Artificial Intelligence and the "Good Society": the US, EU and UK approach*, in *Science and Engineering Ethics*, n. 2, 2018, 503 ss.)

Il bilancio per l'anno fiscale 2025[63] ha introdotto un nuovo regime di investimenti strategici per scienza e tecnologia (S&T), facendo seguito all'Executive Order 13859[64], con il quale era stato richiesto un approccio standardizzato per tenere conto in modo accurato degli investimenti in ricerca e sviluppo nell'IA in tutto il governo federale, e nel quale si sintetizzava la strategia generale statunitense in materia con il «promuovere i progressi nella tecnologia e nell'innovazione, proteggendo al contempo la tecnologia, l'economia e la sicurezza nazionale americane per garantire che l'America continui a guidare il mondo nell'innovazione e che le scoperte scientifiche e tecnologiche vadano a beneficio di tutta l'America»[65].

La strategia statunitense conferma come gli investimenti, la programmazione degli interventi e la propensione al rischio per lo sviluppo tecnologico non siano prerogative del solo mercato privato ma, al contrario, siano conseguenza di un preventivo intervento pubblico. L'efficacia di quest'ultimo deriva non solo dal mero stanziamento di fondi e dalla creazione delle "condizioni giuste" per l'innovazione ma, soprattutto, dalla «capacità dello Stato di prefigurare lo spazio di opportunità, la volontà di impegnarsi nelle attività di ricerca più rischiose e dall'esito più incerto e la supervisione del processo di commercializzazione»[66]. Sono numerose le imprese fondate negli Stati Uniti che oggi ricoprono una posizione dominante (o monopolistica) nel mercato globale perché hanno promosso e sviluppato tecnologie di frontiera anche grazie all'intervento pubblico.

La politica interventista statunitense, quindi, si discosta molto da quella europea e fonda su un minore controllo in materia di sviluppo e commercializzazione dell'IA e un'incentivazione alla ricerca anche a livello pubblico. Tali scelte appaiono divergenti rispetto alle strategie unionali.

Innanzitutto, negli ultimi anni, a far data dalla crisi pandemica, la Commissione europea ha dato il via ad una politica di flessibilizzazione degli aiuti di Stato, con una visione programmatoria volta a favorire un nuovo intervento pubblico dinamico anche, e so-

63 The White House - Office Of Management And Budget, Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2025, Washington, 2024, https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2024/03/budget_fy2025.pdf.A scopo esemplificativo, il bilancio prevede 202 miliardi di dollari per la ricerca e lo sviluppo anche per finanziare lo sviluppo dell'IA e gestirne i rischi. Altresì il bilancio stanzia 99 miliardi di dollari nella ricerca di base e applicata per guidare lo sviluppo di tecnologie, prodotti e servizi all'avanguardia del futuro.

64 Executive Order 13859 of February 11, 2019, *Maintaining American Leadership in Artificial Intelligence*, in *Federal Register*, Vol. 84, No. 31, February 14, 2019.

65 *Ibidem*, 1. Sul punto cfr. anche The Select Committee on Artificial Intelligence of The National Science and Technology Council National Artificial Intelligence, *Research and Development Strategic Plan 2023 Update*, May 2023. Sullo stato degli investimenti cfr. Artificial Intelligence Research and Development Interagency Working Group Subcommittee on Networking & Information Technology Research & Development and the Subcommittee on Machine Learning & Artificial Intelligence of the National Science & Technology Council, *2020–2024 Progress Report: Advancing Trustworthy Artificial Intelligence Research and Development*, July 2024.

66 M. Mazzucato, *Lo stato innovatore*, Bari, IIa ed., 2020, 103.

prattutto, per la crescita del mercato tecnologico interno.

Tra le diverse iniziative, su tutte, deve segnalarsi la comunicazione n. 414/2022 della Commissione europea, con la quale sono stati fissati i nuovi orientamenti semplificatori in materia di concessione di aiuti di Stato a favore della ricerca, dello sviluppo e dell'innovazione[67]. Tali orientamenti prevedono che per la concessione degli aiuti debbano verificarsi determinate condizioni: l'effetto di incentivazione (l'impresa svolge attività ulteriori rispetto a quelle che essa non svolgerebbe o svolgerebbe in modo limitato qualora l'aiuto non vi fosse stato); rapporto di causa-effetto (l'attività di RSI deve aver luogo solo dopo la concessione dell'aiuto); sviluppo sia tangibile per il mercato (se il mercato da solo non fornisce uno sviluppo tangibile o è presente un fallimento di mercato, lo Stato può intervenire).

Sullo stesso filone si posiziona la modifica al Regolamento generale di esenzione per categoria[68] del 2023 con la quale è stato precisato che gli aiuti alla ricerca industriale in qualsiasi ambito industria e settore, possono essere esentati dall'obbligo di notifica, con la specificazione dell'IA tra le tecnologie compatibili con la concessione degli aiuti. Ciò, insieme alla comunicazione sulla strategia europea di sicurezza economica del 2023[69], che punta alla promozione della base economica e della competitività nel mercato europeo, e alle raccomandazioni sui settori tecnologici critici per la sicurezza economica[70], tra cui l'intelligenza artificiale, rappresentano alcune delle iniziative di promozione dello sviluppo dell'IA nel mercato europeo.

In tal modo, gli stati e la stessa Unione Europea divengono soggetti promotori dell'innovazione tecnologica, anche individuata quale «fattore di rivalutazione della costituzione economica»[71], ma facendo leva sugli aiuti di Stato che, però, sembrano essere sempre più incentivi e meno aiuti, lontani dalle disposizioni (rimaste immutate) dell'art. 107 TFUE che, tuttavia, almeno in taluni aiuti di carattere orizzontale, sembra aprire nuovi spazi di regolazione materiale in chiave di flessibilizzazione, consentendo, di fatto, una

67 Communication from the Commission Framework for State aid for research and development and innovation 2022/C 414/01, C/2022/7388, GU C 414 del 28.10.2022.

68 Regolamento (UE) 2023/1315 della Commissione del 23 giugno 2023 recante modifica del regolamento (UE) n. 651/2014 che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato e del regolamento (UE) 2022/2473 che dichiara compatibili con il mercato interno, in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, alcune categorie di aiuti a favore delle imprese attive nel settore della produzione, trasformazione e commercializzazione dei prodotti della pesca e dell'acquacoltura (Testo rilevante ai fini del SEE).

69 Comunicazione congiunta al Parlamento europeo, al Consiglio europeo e al Consiglio sulla "Strategia europea per la sicurezza economica" JOIN/2023/20 final, 20 giugno 2023.

70 Raccomandazione (UE) 2023/2113 della Commissione del 3 ottobre 2023 relativa ai settori tecnologici critici per la sicurezza economica dell'UE ai fini di un'ulteriore valutazione dei rischi con gli Stati membri, 11 ottobre 2023.

71 G. Luchena, *Le crisi e il nuovo intervento pubblico nell'economia*, in E. Bani, F. Di Porto, G. Luchena, E. Scotti, Lezioni *di Diritto dell'economia*, Torino, 2023, 120.

maggiore "apertura" verso la concessione di incentivi pubblici.

4. Abdicare alla sovranità digitale? De iure condendo: un'analisi preliminare del Ddl Intelligenza Artificiale

Il Disegno di Legge 1146/2024 "Disposizioni e delega al Governo in materia di intelligenza artificiale"[72], rappresenta l'iniziativa dell'esecutivo italiano di regolare l'I.A. a livello nazionale. Seppure sia ancora *in fieri* (attualmente tornato in Senato per la terza lettura), un'analisi preliminare del suo contenuto consente di osservare l'orientamento pubblico allo sviluppo del mercato non solo dell'I.A. ma anche tecnologico e digitale italiano.

Preliminarmente deve richiamarsi il parere reso dalla Commissione europea[73] in merito al contenuto dell'iniziativa italiana. Nel documento, che segue un approccio di tipo "demolitorio", sono sollevate diverse questioni critiche in merito al Disegno di Legge, quali, ad esempio, una mancanza di coerenza nelle definizioni e nei riferimenti all'AI Act, delle limitazioni proposte per sistemi di IA non considerati ad "alto rischio" e la possibilità che sopravvengano due sistemi normativi distinti (italiano ed europeo) che potrebbero danneggiare l'approccio europeo sul coordinamento normativo[74].

Ad esempio, l'originario art. 15 (già art. 14) del Ddl[75] presentato dal Governo al Senato si poneva quasi come un limite invalicabile rispetto a futuri applicativi delle II.AA. nel sistema giudiziario[76] poiché prevedeva che i sistemi dovessero essere «utilizzati esclusivamente per l'organizzazione e la semplificazione del lavoro giudiziario nonché per la ricerca giurisprudenziale e dottrinale». Tale scelta, seppure ancora provvisoria, appariva essere asincrona sia rispetto alle risorse stanziate attraverso il PNRR per lo sviluppo di sistemi avanzati da impiegare negli uffici giudiziari[77], che vanno ben oltre la semplificazione del lavoro dei giudici e permettere anche un'integrazione più profonda

72 Approvato durante il Consiglio dei ministri n. 78 del 23 aprile 2024, su proposta del Presidente del Consiglio e del Ministro della giustizia.

73 Parere circostanziato della Commissione europea (C(2024)7814), trasmesso in data 5 novembre 2024 (Legislatura 19ª - 4ª Commissione permanente, *Parere approvato dalla commissione sugli emendamenti relativi al Disegno di Legge n. 1146*, in Resoconto sommario n. 214 del 27/11/2024, reperibile all'indirizzo https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/19/SommComm/0/1435866/index.html?part=doc_dc-allegato_a:1).

74 In tal senso, nel parere si richiama il divieto di duplicazione delle disposizioni di un regolamento europeo nel diritto nazionale, con rinvio alle decisioni della Corte di giustizia UE, causa 34/73, *Fratelli Variola*, e causa 50/76, *Amsterdam Bulb*.

75 Disegno di Legge n. 1146/2024 presentato dal Presidente del Consiglio dei Ministri (Meloni) e dal Ministro della giustizia (Nordio) Comunicato alla Presidenza il 20 maggio 2024, Disposizioni e delega al Governo in materia di intelligenza artificiale.

76 Sul quale, criticamente e prima del parere circostanziato della Commissione, si erano già sollevati dubbi sulle limitazioni imposte all'impiego dell'I.A. nel settore giudiziario (sia consentito un rinvio a L. Rodio Nico, Efficienza della giustizia e intelligenza artificiale. Profili di diritto dell'economia, Bari, 2024, 169-170).

77 In tema di giustizia digitale si rinvia a A. Sciarrone Alibrandi, *AI Act e giustizia digitale*, in *Riv. Trim. Dir. ec.*, suppl. al n. 1, 2024, 140 ss.

nell'intero sistema, ben lungi da quanto previsto originariamente dal DdI. Tant'è che sul punto, nel proprio parere, la Commissione invitava ad un allineamento della disposizione all'art. 6, par. 3, dell'AI Act, nel quale non viene esclusa la possibilità di utilizzare sistemi di IA "ad alto rischio" purché non presentino un rischio significativo di danno per la salute, la sicurezza o i diritti fondamentali delle persone fisiche, o non influenzano materialmente il risultato del processo decisionale.

In tal senso, gli emendamenti formulati in prima lettura dal Senato[78] hanno radicalmente modificato il summenzionato articolo, ampliandone notevolmente le maglie e ponendo dei vincoli non tanto in merito agli ambiti di impiego dell'I.A. quanto all'indipendenza decisionale e interpretativa dei magistrati che si specifica essere in ogni caso riservata ad essi (art. 15, c. 1) e alla portata regolatoria del Ministero della Giustizia, che dovrà disciplinare gli impieghi dei sistemi per «l'organizzazione dei servizi relativi alla giustizia, per la semplificazione del lavoro giudiziario e per le attività amministrative accessorie» (art. 15, c. 2).

Il parere della Commissione e la prima lettura in Senato hanno permesso di evidenziare i limiti della formulazione dell'Esecutivo del Disegno di Legge non solo in materia di giustizia, ma anche negli altri ambiti trattati (sanità *in primis*), come anche l'assenza di riferimenti al Regolamento (UE) 2024/1689 poiché all'epoca quest'ultimo non era stato ancora approvato.

Ma vi è di più.

Taluni emendamenti in prima e seconda lettura alla Camera[79] sollevano interessanti questioni in merito al rapporto tra regolazione, programmazione[80] economica e sovra-

78 Senato della Repubblica XIX Legislatura, Disposizioni e deleghe al Governo in materia di intelligenza artificiale (1146-A), approvato in data 20 marzo 2025 e Disposizioni e deleghe al Governo in materia di intelligenza artificiale (1146-A). Emendamenti, n. 1, 19 marzo 2025.

79 Disegno di Legge XIX Legislatura N. 1146-B presentato dal Presidente del Consiglio dei ministri (MELONI) e dal Ministro della giustizia (NORDIO) (n. 1146-B) approvato dal Senato della Repubblica il 20 marzo 2025, modificato dalla Camera dei deputati il 25 giugno 2025. Trasmesso dal Presidente della Camera dei deputati alla Presidenza il 26 giugno 2025, Disposizioni e deleghe al Governo in materia di intelligenza artificiale.

80 In materia di programmazioni v. S. Amorosino, *Note sulle regolazioni delle transizioni "economiche"*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 1, 2022, 205-207.

nità digitale[81] che coinvolgono anche il mercato degli appalti tecnologici.

Difatti, nella sua attuale formulazione, il Ddl prevede all'art. 5, c. 1, lett. d) (che reca i "Princìpi in materia di sviluppo economico"), in una formulazione positiva non oggetto di modifiche in seconda lettura alla Camera, che lo Stato e le altre autorità pubbliche «indirizzano le piattaforme di e-procurement delle amministrazioni pubbliche [...] nella scelta dei fornitori di sistemi e di modelli di intelligenza artificiale» privilegiando «quelle soluzioni che garantiscono la localizzazione e l'elaborazione dei dati strategici presso *data center* posti nel territorio nazionale» e ciò vale anche per le procedure di *disaster recovery* e *business continuity* di tali soluzioni, «nonché modelli in grado di assicurare elevati standard in termini di sicurezza e trasparenza nelle modalità di addestramento e di sviluppo di applicazioni basate sull'intelligenza artificiale generativa».

L'art. 5, c. 1, però, è rimasto l'ultimo baluardo del Disegno di legge a garanzia dell'ubicazione sul territorio nazionale dell'*hardware* per i sistemi, atteso che l'art. 6 (Disposizioni in materia di sicurezza e difesa nazionale), c. 1, il quale recava l'obbligo senza deroghe che i sistemi di I.A. destinati all'uso in ambito pubblico dovessero essere «installati su server ubicati nel territorio nazionale, al fine di garantire la sovranità e la sicurezza dei dati sensibili dei cittadini», è stato soppresso.

Invero, appare *ictu oculi* come vi fosse un'incompatibilità tra i due articoli, non potendosi prevedere per i sistemi ad uso pubblico un obbligo territoriale (art. 6, c. 1) ed un principio di preferenza (art. 5, c. 1) atteso che il primo prevale sul secondo. Altresì, il disposto dell'art. 6 imponeva delle restrizioni confliggenti con il tessuto tecno-imprenditoriale italiano che risulta essere sottosviluppato. Sul punto, infatti, sia gli investimenti pub-

81 In merito è stato osservato che «la sovranità digitale, rispetto alla nozione tradizionale di sovranità, presenta un carattere nuovo, perché viene invocata sia per assicurare la difesa contro interferenze esterne e quindi il controllo sul territorio (naturale e digitale) nazionale, sia, innovativamente, per espandere le regole di ciascun ordinamento, che seguono, per così dire, i cittadini di quell'ordinamento: per le regole sulla privacy sinora, e potenzialmente per la nuova regolazione europea in materia di mercati e servizi digitale e di Intelligenza Artificiale, gli obblighi imposti hanno proiezione extraterritoriale» (così L. Torchia, *Poteri pubblici e poteri privati nel mondo digitale*, in *Il Mulino*, fasc. 1, 2024, 28). In materia di sovranità digitale, si rinvia *ex multis* a G. Finocchiaro, *La sovranità digitale*, in *Diritto pubblico*, fasc. 3, 2022, 809 ss.; A. Simoncini, *Sovranità e potere nell'era digitale*, in T.E. Frosini, O. Pollicino, E. Apa, M. Bassini (a cura di), *Diritti e libertà in Internet*, Milano, 2017, 20; G. Tiberi, *L'irresistibile ascesa della sovranità digitale europea*, in G. Ferri (a cura di), *Diritto costituzionale e nuove tecnologie*, Napoli, 2022, 175 ss.; F. Casolari, J. Cowls, L. Floridi, J. Morley, H. Roberts, M. Taddeo, *Safeguarding European values with digital sov ereignty: an analysis of statements and policies*, in *Internet Policy Rev.*, 2021; M. Santaniello, *La regolazione delle piattaforme e il principio della sovranità digitale*, in *Rivista di Digital Politics*, fasc. 3, 2021, 579-600 ss.; L. Floridi, *The Fight for Digital Sovereignty: What It Is, and Why It Matters, Especially for the EU*, in *Philosophy & Technology*, 2020; M. Betsu, *Poteri pubblici e poteri privati nel mondo digitale*, in *La Rivista "Gruppo di Pisa"*, n. 2, 2021, spec. 168 ss.; V. Zeno-Zencovich, *Intorno alla decisione nel caso Schrems: la sovranità digitale e il governo internazionale delle reti di telecomunicazione*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, n. 31(4/5), 2016, 683 ss.

blici sia quelli privati in materia di I.A. in Italia sono di molto inferiori[82] anche rispetto ad altri paesi europei (Francia e Germania su tutti), denotando una programmazione economica poco incentivante per lo sviluppo interno di tale tecnologia. Pertanto, si rileva come la formulazione dell'art. 6, c. 1, fosse troppo vincolante per le amministrazioni, con il rischio di avere un effetto contrario rispetto all'obiettivo e frenare la sperimentazione e l'impiego dell'I.A. nel settore pubblico poiché le imprese che avrebbero potuto partecipare sarebbero state limitate.

Più che abdicare alla sovranità digitale, la soppressione dell'art. 6, c. 1, rispecchia il mercato italiano dell'I.A., attualmente non in grado di competere neanche a livello europeo. Sta di fatto, però, che nelle gare ad evidenza pubblica per la fornitura di sistemi di I.A., si osserverà l'introduzione di criteri di preferenza territoriale che, in via meramente teorica, dovrebbero stimolare le imprese che rispettano i requisiti, a sviluppare sistemi adatti all'impiego pubblico, promuovendo una crescita del mercato locale.

Proprio al fine di (*rectius*: tentare di) colmare la lacuna del mercato italiano, l'art. 23 (Investimenti nei settori dell'intelligenza artificiale, della cybersicurezza e del calcolo quantistico), prevede la possibilità "di supportare lo sviluppo di imprese operanti nei settori del l'intelligenza artificiale [...]" attraverso Invitalia, "fino all'ammontare complessivo di un miliardo di euro, l'investimento, sotto forma di equity e quasi equity, nel capitale di rischio" di imprese aventi sede in Italia con elevato potenziale di sviluppo e innovative attraverso il Fondo di sostegno al venture capital[83]. Le conseguenze di tale scelta, però, potranno osservarsi solo nel lungo termine.

5. Alcune riflessioni conclusive

La prospettiva giuridico-economica che l'Unione sta implementando, almeno a partire dalla fase neoprogrammatoria, nei confronti degli aiuti di Stato volti ad incentivare lo sviluppo tecnologico, sembra similare a quella statunitense ma confligge con le scelte di regolazione contenute nell'AI Act.

Il Regolamento europeo rappresenta un atto dovuto e necessario per garantire la tutela del mercato e, soprattutto, dei diritti fondamentali, ma non consente una totale libertà di ricerca e sviluppo così come garantita negli Stati Uniti. Pertanto, l'approccio basato sul rischio e, in particolare, il divieto di commercializzare determinati sistemi di IA non

82 N. Maslej, L. Fattorini, R. Perrault, Y. Gil, V. Parli, N. Kariuki, E. Capstick, et al., *The AI Index 2025 Annual Report*, AI Index Steering Committee, Institute for Human-Centered AI, Stanford, aprile 2025, 252 e 354. Altresì si rinvia a L. Fattorini, N. Maslej, R. Perrault, V. Parli, J. Etchemendy, Y. Shoham, K. Ligett, *The Global AI Vibrancy Tool*, in *arXiv.com*, 2024, 10.48550/arXiv.2412.04486.

83 Di cui all'articolo 1, comma 209, della legge 30 dicembre 2018, n. 145, secondo le disposizioni di cui al decreto del Ministro dello sviluppo economico 27 giugno 2019, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 176 del 29 luglio 2019. In tema di mercato italiano del capitale di rischio cfr. R. Gallo, F.M. Signoretti, I. Supino, E. Sette, P. Cantatore, M.L. Fabbri, *The Italian venture capital market*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 919, aprile 2025.

sarebbe compatibile con il regime di aiuti rivolti alla ricerca e allo sviluppo della tecnologia in esame.

Appare, quindi, contraddittorio il rapporto tra AI Act e la flessibilizzazione degli aiuti di Stato che sta caratterizzando le politiche europee in materia. La regolamentazione «prudente» della tecnologia e una semplificazione della normativa in materia di aiuti non sembrano seguire un piano coordinato che, allo stato attuale, consente di osservare una evidente contraddizione. Da un lato, una *deminutio* delle possibilità di ricerca e sviluppo derivante dall'articolazione e dai vincoli del Regolamento e dall'altro, vivaci iniziative di incentivazione economica in materia tecnologica per rafforzare la posizione europea nel mercato globale.

Sotto taluni profili, peraltro, non può omettersi di rilevare come in futuro possano emergere notevoli contrasti normativi. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla ipotesi in cui venga concesso un aiuto per lo sviluppo di un sistema di IA che, durante la lavorazione, proprio a causa del c.d. cambiamento tecnologico viene poi riconosciuto dalla Commissione come un sistema a rischio inaccettabile. Ciò vanificherebbe lo sforzo della ricerca e, soprattutto, lo sforzo economico statale con il quale si è contribuito allo sviluppo[84].

Pertanto, appare evidente come ove un'impresa individua i sistemi di IA sui quali investire, potrebbe riservarsi di evitare i campi già vietati *ex ante* dal Regolamento e la scelta ricadrebbe su sistemi dalla commercializzazione più sicura, ovvero in un "*de-AI-ing*" dei sistemi già sviluppati al fine di garantirne la commercializzazione e il conseguente profitto, a discapito della ricerca scientifica che costituisce forse l'unico mezzo per la corsa alle tecnologie di frontiera.

Non solo, è possibile anche che la struttura dell'AI Act possa limitare lo *spillover* tecnologico di cui può beneficiare il mercato europeo, a causa della disincentivazione delle aziende extraeuropee a non importare i propri prodotti perché il regolamento è troppo stringente e il rapporto costi/benefici potrebbe non essere tale da giustificare una mo-

84 Sul punto cfr. C. Siegmann, M. Anderljung, *The Brussels Effect and Artificial Intelligence: How the EU reglation will impact the global AI market*, *arXiv*, 2022 https://doi.org/10.48550/arxiv.2208.12645. In generale, in merito al c.d. "effetto Bruxelles", si rinvia a A. Bradford, *The Brussels Effect. How the European Union Rules the World*, Oxford, 2020.

difica *software* che lo renda compatibile con il mercato interno[85].

Conclusivamente, se è vero che governare l'IA è una questione di equilibrio e di ritmo, otre che di intensità regolatoria, nel caso europeo, però, da un lato non sembra essere presente un equilibrio tra regolazione e promozione della tecnologia perché l'ago della bilancia tende a favore del primo[86]; d'altro canto, invece, sembra esservi un certo "ritmo", poiché l'AI Act è entrato in vigore in un momento storico nel quale la tecnologia è ancora in divenire e la sua commercializzazione è in grado di essere controllata in maniera più semplice.

Oggi, in un contesto in cui i prodotti disponibili si basano esclusivamente su IA deboli (*weak A.I.*) - sistemi progettati per svolgere compiti specifici senza capacità di pensiero o azione autonoma -, il divieto aprioristico imposto dal Regolamento su talune tipologie di IA rischia di frenare prematuramente e compromettere la competitività europea nel mercato globale[87].

Proprio la leadership, inoltre, sembra essere indissolubilmente legata proprio all'intensità regolatoria che, se troppo profonda potrebbe allontanare eccessivamente l'industria privata dagli obiettivi di sovranità digitale (globale) che caratterizzano tutte le più recenti iniziative europee e, se troppo mite, potrebbe, invero, ingenerare un allentamento della proiezione europea volta a rafforzare le imprese nella competizione globale sui sistemi di intelligenza artificiale prodotti nei mercati extra UE.

85 Per tali motivi, forse, una *sandbox* (G. Lo Sapio, *Il regolatore alle prese con le tecnologie emergenti. La* regulatory sandbox *tra principi dell'attività amministrativa e rischio di illusione normativa*, in *Federalismi.it*, n. 20, 2022, 16 ss.; o una sperimentazione normativa (S. Ranchordás, *Experimental Regulations and Regulatory Sandboxes – Law Without Order?*, in *Law and Method*, n. 1, 2021) a livello europeo per la regolazione dell'IA avrebbe permesso di affrontare preliminarmente le questioni ancora non risolte che caratterizzano l'AI Act, così come è stato fatto con l'European Blockchain Regulatory Sandbox. Sul punto, inoltre, si è posto in evidenza come «experimental regulations and regulatory sandboxes have recently been regarded as regulatory tools that can be employed to stimulate innovation» (così S. Ranchordas, V. Vinci, *Regulatory Sandboxes and Innovation-Friendly Regulation: Between Collaboration and Capture*, in *Italian Journal Of Public Law*, Vol. 16, Iss. 1, 2024, 113).

86 Come è stato posto in evidenza, il fattore umano deve sempre rimanere centrale ‹‹pur senza che la necessaria precedenza logica e giuridica dell'agente umano possa ergersi a ostacolo all'innovazione tecnologica e al miglioramento dei processi che parti pubbliche e private pongono in essere›› (così A. Pajno, M. Bassini, G. De Gregorio, M. Macchia, F.P. Patti, O. Pollicino, S. Quattrocolo, D. Simeoli, P. Sirena, *AI: profili giuridici*, cit., 15).

87 Sul punto è stato osservato che «il regolamento IA rappresenta un potenziale (ma forse solo illusorio) limite al potere delle corporation che possono influenzare le vite dei cittadini/consumatori europei e le economie dei Paesi membri» (così G. Luchena, *Tecnologie, mercati e regolazione dell'economia: il caso dell'intelligenza artificiale*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, ottobre 2024, 10-11).

Oltre la barriera: gli effetti del DMA e del Regolamento 2018/302/UE sul geoblocking

LUCIANA ROMUALDI
Ricercatrice in diritto commerciale
Università di Chieti

SOMMARIO – 1. Considerazioni introduttive. – 2. Il fenomeno del geoblocking nel quadro della disciplina del Regolamento 2018/302/UE. – 3. Gli obblighi dei gatekeeper e le pratiche vietate nel DMA. – 4. Prime (parziali) conclusioni.

1. Considerazioni introduttive

L'importanza crescente delle piattaforme digitali nell'influenzare le dinamiche del mercato e della concorrenza ha spinto l'Unione europea ad adottare misure volte disciplinare il fenomeno, affiancando ai rimedi previsti dalla disciplina antitrust una serie di obblighi operanti *ex ante* "allo scopo di imbrigliare l'enorme potere (non solo economico) nel frattempo acquisito dalle grandi piattaforme"[01]. La disciplina della concorrenza interviene, infatti, solo dopo che un illecito si è verificato, spesso in maniera tardiva, ma soprattutto richiede l'individuazione di un mercato rilevante, ovvero del mercato costituito da tutti quei prodotti e servizi che sono considerati sostituibili e intercambiabili dagli utenti in base alle loro caratteristiche, al prezzo e all'uso previsto[02]. Invero tali criteri risultano di difficile applicazione nell'ambito dei mercati digitali, dove i vincoli concorrenziali non sempre derivano dalla sostituibilità tra beni e servizi, le imprese competono sulla base di parametri diversi dal prezzo[03], il mercato geografico è di difficile

01 G. OLIVIERI, *Sulle 'relazioni pericolose' fra antitrust e privacy nei mercati digitali*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, p. 373.

02 Così A. POSTIGLIONE, *Relevant market definition in the digital markets*, in *Digital ecosystems market challengers and pro-competitive solutions*, a cura di V. Falce, Torino, 2024, p. 105.

03 Tra i tanti v. P. MANZINI, *Equità e contendibilità dei mercati digitali: la proposta di Digital Market Act*, in *Annali Aisdue*, 2021, p. 31, che evidenzia come i servizi digitali sono offerti agli utenti finali senza corrispettivo monetario ma in cambio, spesso inconsapevole, della condivisione di dati e informazioni che rappresentano il vero valore delle transazioni.

perimetrazione potendo coincidere con l'intero mondo e le piattaforme sono spesso multiversanti ovvero sono gestori di una pluralità di attività commerciali[04].

Proprio per tener conto di queste peculiarità il 12 ottobre 2022 è stato pubblicato il Regolamento 2022/1925 (UE) del Parlamento e del Consiglio, del 14 settembre 2022, noto come Digital Markets Acts (DMA), divenuto obbligatorio a partire dal 2 maggio 2023. Questo Regolamento mira a proteggere la concorrenza assicurando che i mercati in cui siano presenti delle grandi piattaforme digitali, definite come gatekeeper, che si caratterizzano per essere simultaneamente piazze di mercato per operatori terzi e negozi virtuali per offrire prodotti e servizi autonomamente sviluppati[05], siano e rimangano equi e contendibili[06]. Ciò avviene indipendentemente dagli "effetti reali, potenziali o presunti sulla concorrenza in un dato mercato derivanti dal comportamento di un dato gatekeeper"[07]. Si tratta cioè di misure volte a prevenire future distorsioni del mercato, quindi indipendentemente dall'esistenza attuale di effetti pregiudizievoli, ponendosi in

04 G. Contaldi, *Il dma (digital markets act) tra tutela della concorrenza e protezione dei dati personali*, in *Ordine internazionale e diritti umani*, 2021, p. 299 ss.; V. Falce, *Market challenges and Pro-competitive Solutions*, in *Digital ecosystems market challengers and pro-competitive solutions*, a cura di V. Falce, Torino, 2024, p. 4; P. Manzini, *Unraveling the proposal of Digital Market Act*. La proposta di legge sui mercati digitali: una prima mappatura, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, p. 9. Sulle caratteristiche del mercato digitale v. anche M. Libertini, *Digital markets and competition policy. Some remarks on the suitability of the antitrust toolkit*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, p. 338 ss.

05 G. Contaldi, *Il dma (digital markets act) tra tutela*, cit., p. 296; M. Cappai e G. Colangelo, *Taming digital gatekeepers: the 'more regulatory' approach to antitrust law*, in *Computer Law & Security Review*, 2021, p. 2; A. Manganelli, *Navigating Essentiality: A Compass for Digital Platforms Regulation,* in *Digital ecosystems market challengers and pro-competitive solutions*, a cura di V. Falce, Torino, 2024, p. 115; A. Licastro, *Il self-preferencing come illecito antitrust?*, in *Il diritto dell'economia*, 2021, p. 404 ove il rilievo per cui le piattaforme digitali operano sia come arbitri, quando in qualità di intermediari digitali, facilitano la messa in contatto fra venditori e consumatori, che come giocatori, quando divengono rivenditori di beni e servizi sulla piattaforma in concorrenza con i fornitori terzi; M.A. Rossi, *Il ruolo delle piattaforme nell'economia dei Big data*, in *Informazione e big data tra innovazione e concorrenza*, a cura di G. Ghidini, G. Olivieri, V. Falce, Milano, 2018, p. 83.

06 Art. 1, e Considerando n. 7.

07 Così Considerando n. 11.

misura complementare rispetto alla disciplina della concorrenza[08]. E questo perché, sebbene le piattaforme online offrano alle imprese uno spazio per posizionarsi nel mercato digitale e intercettare le esigenze dei consumatori, costringono gli operatori commerciali di agire in un contesto in cui le dinamiche di mercato e la libera concorrenza possono essere facilmente distorte[09].

Sulla base di tale obiettivo il DMA traccia una serie di obblighi che vanno dall'individuazione delle piattaforme digitali, all'introduzione di una serie di divieti specifici inflessibili[10], alla cui violazione sono collegate delle specifiche sanzioni.

L'introduzione del Regolamento 2022/1925/UE si inserisce nella più ampia strategia unionale[11], avviata nel 2015 dalla Commissione europea, volta a realizzare e sviluppare un mercato unico digitale. Quest'ultimo è inteso come un mercato "in cui è garantita la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali e in cui, quale che sia la loro cittadinanza o nazionalità o il luogo di residenza, persone e imprese non incontrano ostacoli all'accesso e all'esercizio delle attività online in condizioni di concorrenza leale e potendo contare su un livello elevato di protezione dei consumatori e dei dati personali"[12].

Alla luce di questi presupposti, il presente lavoro mira a delineare brevemente il quadro normativo e ad analizzare i collegamenti esistenti tra il fenomeno del geoblocking, di-

08 Così Considerando n. 9 e 11. Sulla necessità di integrare le regole sulla concorrenza per affrontare le sfide del mercato digitale si v. M. LIBERTINI, *Il regolamento europeo sui mercati digitali e le norme generali in materia di concorrenza*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, p. 1069; V. H.S.E. ROBERTSON, *The Complementary Nature of the Digital Markets Act and Articles 101 and 102 TFEU*, in *Journal of Antitrust Enforcement*, 2024, p. 325 ss., in cui viene proposta anche una tabella con le principali differenze tra DMA e norme antitrust; A. DE STREEL, P. LAROUCHE, *The European Digital Markets Act: A Revolution Grounded on Traditions*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 2021, p. 543 ss; C. MASSA, *The Digital Markets Act between the EU Economic Constitutionalism and the EU Competition Policy*, in *Yearbook of antitrust and regulatory studies*, 2022, p. 115, per la quale il regolamento "appears as a hybrid between the traditional forms of economic regulation and competition law, as it imposes on market actors, at the same time, positive obligations requiring them to perform certain actions, and negative obligations prohibiting them to undertake certain actions".

09 In questo senso v. D. DELFINO, *Repressione della concorrenza sleale e DMA. Il caso TikTok*, in *Riv dir. ind.*, 2024, II, p. 203.

10 V. FALCE, *Private enforcement and the DMA: looking for a happy ending story*, in *Digital ecosystems market challengers and pro-competitive solutions*, a cura di V. Falce, Torino, 2024, p. 214.

11 Così Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on contestable and fair markets in the digital sector (Digital Markets Act), COM/2020/842 final, p. 5.

12 Comunicazione della Commissione al Parlamento, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Strategia per il mercato unico digitale in Europa, COM (2015) 192 final, p. 3. Si tratta, a ben vedere, di un'interpretazione evolutiva del concetto di mercato unico definito nell'art. 26 TFUE.

sciplinato dal Regolamento 2018/302/UE[13], e le misure introdotte dal DMA. Entrambi i provvedimenti normativi perseguono l'obiettivo comune di realizzare un mercato unico digitale europeo equo e accessibile, seppure da prospettive differenti. Così, mentre il DMA si focalizza principalmente sull'attività delle grandi piattaforme digitali per prevenire condotte anticoncorrenziali che potrebbero ostacolare l'accesso dei consumatori e delle aziende al mercato digitale, il Regolamento 2018/302/UE mira direttamente a eliminare le discriminazioni basate su nazionalità, residenza o stabilimento del cliente, garantendo l'accesso paritario ai beni e servizi all'interno del medesimo mercato[14].

2. Il fenomeno del geoblocking nel quadro della disciplina del Regolamento 2018/302/UE

Il geoblocking può essere definito come la tecnica discriminatoria che impedisce ai consumatori di accedere a siti web in base alla loro ubicazione geografica o nazionalità, oppure che consiste nel reindirizzare il consumatore a versioni diverse di un sito web o nel rifiutare la consegna dei prodotti oltre i confini nazionali o, ancora, nel non accettare metodi di pagamento transfrontalieri[15]. Una tecnica simile ma distinta, il geofiltering, consente l'accesso di beni e servizi oltre confine, ma a condizioni differenziate tra gli Stati membri.

Per combattere queste pratiche, nel 2018 l'Unione Europea ha adottato il Regolamento 2018/302/UE, volto a impedire alle imprese che operano sul territorio europeo di utilizzare dei geofattori – la nazionalità, la residenza o il luogo di stabilimento del cliente – per segmentare geograficamente le vendite on line, impattando negativamente sulla

13 Regolamento (UE) 2018/302 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 febbraio 2018, volto a contrastare i blocchi geografici ingiustificati e altre forme di discriminazione basate sulla nazionalità, sul luogo di residenza o sul luogo di stabilimento dei clienti nell'ambito del mercato interno e che modifica i regolamenti (CE) n. 2006/2004 e (UE) 2017/2394 e la direttiva 2009/22/CE, GU 2018 L 60I.

14 Le preoccupazioni che queste forme di discriminazione possano minare il corretto funzionamento del mercato interno sono espresse nei Considerando n. 1,18,19 del regolamento.

15 Così V. Falce, *Appunti sul regolamento europeo sul geo-blocking e la neutralità geografica. In cammino verso il mercato unico digitale*, in *Contratto e impresa*, 2019, p. 1288, nt.9. La nozione di blocco geografico ingiustificato è contenuta, ai fini interpretativi, nel Considerando n. 1, secondo cui con tale terminologia si intende la prassi comune ai professionisti operanti in uno stato membro volte ad impedire ai clienti di altri stati membri di effettuare transazioni commerciali transfrontaliere bloccando o limitando l'accesso alle lore interfacce on line, come i siti Internet e le applicazioni; in dottrina v. G. M. Ruotolo, *La lotta alla frammentazione geografica del mercato unico digitale: tutela della concorrenza, uniformità, diritto internazionale privato*, in *Diritto del commercio inter.*, 2018, 503 ss., dove una esemplificazione accurata delle diverse fattispecie di blocchi geografici; D. Sarti, *Il geoblocking fra princìpi generali del trattato e discipline settoriali dei regolamenti UE*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2020, p. 1238 ss.

tutela della concorrenza[16]. Invero una prima indicazione in questo senso era già contenuta nell'art. 20 della Direttiva 2006/123/CE (c.d. Direttiva servizi)[17], che si limitava a prevedere che i prestatori di servizi stabiliti nel territorio unionale non discriminassero i destinatari degli stessi sulla base della loro nazionalità e del luogo di residenza. Si trattava tuttavia di una norma il cui contenuto generico ha consentito agli Stati membri un ampio margine di discrezionalità nel recepimento dell'obbligo limitandone, di fatto, l'efficacia[18].

I destinatari del Regolamento 2018/302/UE sono due: da una parte i professionisti che limitano o restringono l'accesso dei clienti a prodotti e servizi, dall'altra i clienti stessi. I professionisti sono definiti come persone fisiche o giuridiche, private o pubbliche, che agiscono, anche tramite una persona che opera per loro conto o nel loro interesse, per finalità inerenti alla propria attività commerciale, imprenditoriale, artigianale o professionale[19], indirizzando la loro attività sul mercato europeo[20]. Il cliente, invece, è il consumatore con cittadinanza o residenza in uno Stato membro, o anche un'impresa stabilita in uno Stato membro, che riceve un servizio o acquista un prodotto, o intende farlo, esclusivamente per il suo uso finale[21]. L'ambito di applicazione è quello delle offerte e degli scambi di beni e servizi ad esclusione di alcune attività economiche già estranee all'ambito di applicazione della Direttiva servizi[22].

Le pratiche discriminatorie vietate includono sia la discriminazione diretta che quella indiretta, le quali possono venire in rilievo in transazioni che riguardano l'accesso alle interfacce on line (art. 3), l'accesso ai beni e ai servizi (art. 4), l'accesso ai mezzi di

16 Nello specifico, ai sensi dell'art. 1(1) il Regolamento si propone di "contribuire al buon funzionamento del mercato interno, impedendo i blocchi geografici ingiustificati e altre forme di discriminazione basate, direttamente o indirettamente, sulla nazionalità, sul luogo di residenza o sul luogo di stabilimento dei clienti".

17 Direttiva 2006/123/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 settembre 2006 relativa ai servizi del mercato interno.

18 G.M. Ruotolo, *La lotta alla frammentazione geografica*, cit., p. 514.

19 Art. 2 (1)(17).

20 Nulla è specificato con riguardo alla cittadinanza del professionista. Così secondo alcuni, e conformemente a quanto accade per la Direttiva servizi, la disciplina trova applicazione esclusivamente nei confronti del professionista europeo ai sensi dell'art. 54 TFUE. Per altri, invece, il riferimento contenuto nel considerando n.1 del Regolamento 2018/302/UE ai professionisti operanti in suo Stato membro, è esplicativo della volontà del legislatore di adottare un concetto più ampio di quello di stabilimento tale da ricomprendere anche i fornitori extra-Ue che operino da remoto: nel primo senso G. Gimigliano, *Il regolamento c.d.* geoblocking *nel quadro della disciplina sul commercio elettronico*, in *Ianus. Rivista di studi giuridici*, 2018, 182; G.M. Ruotolo, *La lotta alla frammentazione geografica*, cit., p. 518.

21 Art. 2 (2)(13).

22 Art. 1(3), e precisamente ai sensi dell'art. 2(2) della Direttiva servizi, sono esclusi i) i servizi non economici di interesse generale, ii) i servizi finanziari quali l'attività bancaria, il credito, l'assicurazione e la riassicurazione, le pensioni professionali o individuali, iii) i servizi del settore dei trasporti, iv) i servizi audiovisivi e radiofonici e vi) le attività di azzardo.

pagamento (art. 5)[23] e che rappresentano rispettivamente la fase preliminare alla conclusione del contratto, la fase della conclusione e la fase dell'esecuzione del contratto stesso[24].

Ai sensi dell'art. 3 del Regolamento 2018/302/UE, i professionisti non possono bloccare o limitare l'accesso dei clienti alle loro interfacce online, utilizzando misure tecnologiche o di altro tipo, sulla base della nazionalità, del luogo di residenza o del luogo di stabilimento del cliente. Per tali motivi, non possono neppure reindirizzare i clienti da una versione dell'interfaccia online a un'altra senza il loro esplicito consenso. Si tratta di un divieto che impedisce ai professionisti di utilizzare l'indirizzo IP del cliente per adattare i loro siti web ai diversi Paesi in cui operano, praticando un trattamento ingiustificato. Tale divieto non è assoluto dal momento che può essere superato con l'esplicito consenso del cliente o nell'ipotesi in cui il blocco, la limitazione dell'accesso o il reindirizzamento sono richiesti dalla legge[25].

Il secondo tipo di divieto discriminatorio ingiustificato riguarda l'accesso ai prodotti e ai servizi. L'art. 4, comma 1, stabilisce tre situazioni specifiche in cui è vietata la discriminazione dei clienti in base ai fattori geografici mediante l'applicazione di condizioni generali diverse di accesso ai prodotti e ai servizi. La prima situazione riguarda la vendita di beni materiali. Ai sensi della lettera a) della disposizione sopra citata, il professionista non può applicare diverse condizioni generali di accesso ai propri prodotti per motivi connessi alla nazionalità o al luogo di residenza o di stabilimento del cliente, ove quest'ultimo intenda acquistarli. In questo caso la norma obbliga il professionista a dare al cliente la possibilità di acquistare il prodotto alle stesse condizioni previste per chi è residente nello Stato membro in cui avviene la consegna o il ritiro del prodotto. La seconda situazione riguarda la fornitura di servizi per via elettronica, con l'esclusione di quelli che consento l'accesso a opere protette dal diritto d'autore o da altri beni immateriali protetti. Ai sensi della lettera b) dell'art. 4, comma 1, il professionista non potrà applicare nei confronti del cliente condizioni generali di accesso diverse per motivi legati alla nazionalità o al luogo di residenza o di stabilimento per i propri servizi qualora il cliente intenda ricevere i servizi elettronicamente[26]. L'ultima situazione si riferisce ai servizi forniti dal professionista in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di residenza del cliente. In questo senso, l'art. 4, comma 1, lettera c) prevede che un professionista non applichi condizioni generali di accesso ai propri servizi diverse per motivi inerenti alla nazionalità o al luogo di residenza o di stabilimento del cliente, quan-

23 Per questa suddivisione v. anche V. Falce, *Appunti sul regolamento europeo sul* geoblocking, cit., p. 1292.

24 In questi termini G. Gimigliano, *Il regolamento c.d.* geoblocking, cit., p. 191.

25 Art. 3 (3).

26 Come indicato nel Considerando n. 24, tale divieto comprende, a titolo esemplificativo, i servizi di *cloud computing*, l'archiviazione di dati, i servizi di archiviazione dati, l'*hosting* di siti Internet e l'installazione di *firewall*, nonché l'utilizzo di motori di ricerca e di elenchi su internet.

do quest'ultimo riceve tali servizi in un luogo fisico nel territorio dello Stato membro in cui il professionista svolge la sua attività[27]. Anche in questo caso è possibile una deroga, purché adottata in modo non discriminatorio per specifici territori o per gruppi di clienti[28].

Infine, con riferimento alla fase esecutiva del contratto, il Regolamento 2018/302/UE lascia ai professionisti la libertà di scegliere i metodi di pagamento accettati, ma vieta loro di applicare condizioni di pagamento differenziate sulla base della nazionalità, della residenza o del luogo di stabilimento del cliente all'interno dell'UE[29].

In definitiva, il Regolamento 2018/302/UE intende garantire un mercato digitale europeo all'insegna della "neutralità tecnologica, della fairness e del principio di non discriminazione"[30].

3. Gli obblighi dei gatekeeper e le pratiche vietate nel DMA

Di diverso tenore sono le previsioni contenute all'interno del DMA, dal momento che esse impongono degli obblighi non a tutti i soggetti operanti nel mercato digitale, ma a solo quei soggetti che assumono la qualità di gateekeeper. Questi ultimi, e semplificando la questione definitoria, vengono indentificati sulla base di due parametri: uno qualitativo, legato al tipo di servizi offerti dalla piattaforma, l'altro quantitativo, relativo agli elementi dimensionali della stessa[31]. Così il gatekeeper è il soggetto, che in presenza cumulativa dei requisiti di cui all'art. 3[32], fornisce uno dei servizi di piattaforma di base, quali: (i) servizi di intermediazione online; (ii) motori di ricerca online; (iii) social network; (iv) servizi di piattaforma di condivisione video; (v) servizi di comunicazione elettronica interpersonale indipendenti dal numero; (vi) sistemi operativi; (vii) servizi cloud computing; (viii) servizi pubblicitari e (ix) assistenti virtuali[33]. In sintesi, il gateke-

27 Tali situazioni, ai sensi del Considerando n. 25, riguardano la fornitura di servizi diversi da quelli forniti tramite mezzi elettronici, quali sistemazioni alberghiere, manifestazioni sportive, noleggio auto e la vendita di biglietti d'ingresso per festival musicali o parchi di divertimento.

28 Art. 4 (2).

29 A tale riguardo, il Considerando n. 32 aggiunge che è espressamente vietato anche un trattamento differenziato ingiustificato basato su motivi connessi all'ubicazione del conto di pagamento, al luogo di stabilimento del prestatore di servizi di pagamento o al luogo di emissione dello strumento di pagamento nell'Unione.

30 V. FALCE, *Appunti sul regolamento europeo sul* geo-blocking, cit., p.1303.

31 P. MANZINI, *Equità e contendibilità*, cit., p. 37.

32 Nello specifico l'art. 3 stabilisce che un'impresa è designata come gatekeepeer se a) ha un impatto significativo sul mercato interno declinato sulla base di criteri dimensionali indicati nel par. 2, lett. a) del medesimo art.3; b) fornisce un servizio di piattaforma di base che funge da importante gateway per gli utenti aziendali per raggiungere gli utenti finali e c) possiede una posizione consolidata e duratura nelle sue operazioni o è prevedibile che godrà di tale posizione nel prossimo futuro.

33 Considerando n.14.

eper è il soggetto che fornisce un servizio di piattaforma di base ponendosi come intermediario tra chi accede ad Internet – l'utente finale – e chi offre contenuti e servizi nella rete – l'operatore commerciale – esercitando "il controllo dell'informazione che passa all'interno della rete attraverso una porta di accesso"[34].

Quanto agli obblighi che il gatekeepeer deve rispettare, la maggior parte degli stessi è contenuta in due diversi articoli – l'art. 5 e l'art. 6 – il cui contenuto è variamente declinato, e trae spesso origine dalla casistica antitrust già esistente[35]. Questi obblighi, seguendo l'impostazione data dal DMA, possono essere suddivisi in obblighi direttamente applicabili e obblighi che necessitano di ulteriore specificazione.

Gli obblighi di cui all'art. 5 devono essere soddisfatti in merito a ciascun servizio di piattaforma di base elencato nella decisione di designazione. Segnatamente, l'articolo si occupa, preliminarmente, di formulare gli imperativi riguardanti le modalità con le quali il gatekeeper è tenuto a trattare i dati personali degli utenti finali, in modo da prevenire abusi derivanti dalla propria posizione dovuta all'essere fornitore di un servizio di piattaforma di base[36]. La previsione si occupa, poi, di individuare con un grande livello di dettaglio ulteriori obblighi, tra cui: permettere agli utenti commerciali di offrire prodotti o servizi tramite canali alternativi a prezzi o condizioni differenti rispetto a quelli applicati sulla piattaforma del gatekeeper[37]; consentire agli utenti commerciali di promuovere le loro offerte e concludere contratti con gli utenti finali acquisiti sia tramite la loro piattaforma di base sia attraverso altri canali, gratuitamente, come pure di stipulare contratti con tali utenti finali indipendentemente dal fatto che usino o meno i servizi della piattaforma di base del gatekeeper[38]; consentire agli utenti finali di utilizzare applicazioni software diverse da quelle del gatekeeper (c.d. multi-homing)[39]. Inoltre, il

34 D. Delfino, *Repressione della concorrenza*, cit., p. 205 ss.

35 In questo senso v. P. Akman, *Regulating Competition in Digital Platform Markets: A Critical Assessment of the Framework and Approach of the EU Digital Markets Act*, in *European Law Review*, 2022, p. 85; A. de Streel, R. Feasey, J. Kraemer, G. Monti, *Making the Digital Markets Act More Resilient and Effective*, 2021, reperibile su SSRN: *https://ssrn.com/abstract=3853991*, p. 18; M. Colangelo, *La regolazione* ex ante *delle piattaforme digitali: analisi e spunti di riflessione sul Regolamento sui mercati digitali*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2023, p. 9 ss.

36 Che questa sia la finalità emerge dal medesimo art. 5, comma 2, laddove prescrive il necessario consenso dell'utente finale per superare i divieti elencati. I gatekeeper sono infatti in una posizione di assoluto vantaggio rispetto alle altre imprese in merito alla possibilità di raccogliere i dati personali potendo raccoglierli da molteplici fonti: dal servizio di piattaforma di base; da servizi diversi offerti dallo stesso gatekeeper; tramite soggetti terzi che forniscono i dati personali dei propri utenti finali per poter utilizzare la piattaforma del gatekeeper. Così G. Afferni, *Gli obblighi dei gatekeeper*, in *Digital services act e digital markets act. Definizioni e prime applicazioni dei nuovi regolamenti europei*, a cura di L. Bologni, E. Pelino, M. Scialdone, Milano, 2023, p. 317 ss.

37 Art. 5 (3).

38 Art. 5 (4).

39 Art. 5 (5).

gatekeeper non deve impedire né limitare, direttamente o indirettamente, la possibilità per gli utenti commerciali o gli utenti finali di sollevare questioni in materia di inosservanza della pertinente normativa dell'Unione o nazionale da parte del gatekeeper presso qualsiasi autorità pubblica competente[40].

Nell'art. 6 vengono individuati gli obblighi suscettibili di ulteriori specifiche[41]. Nonostante questa denominazione, gli obblighi delineati nell'articolo 6 sono immediatamente applicabili ed esecutivi. Questo significa che non si prevedono modifiche sostanziali alle disposizioni per la loro applicazione, ma piuttosto una possibile chiarificazione pratica su come i gatekeeper dovrebbero attuare tali obblighi per garantirne il rispetto. È previsto, inoltre, che la Commissione Europea possa intervenire con atti esecutivi per dettagliare ulteriormente le misure che i gatekeeper devono adottare, come pure che i gatekeeper possano sollecitare la Commissione per valutare se le misure che intendono adottare, o che hanno già attuato, sono adeguate a garantire la conformità con gli obblighi di cui all'articolo 6.

Le condotte regolamentate da questa disposizione sono considerate comportamenti anticoncorrenziali che i gatekeeper possono esercitare a causa della loro posizione dominante in un dato mercato di servizi di piattaforma di base. Tra tali obblighi vi è, a titolo esemplificativo, il divieto di self-preferencing, ossia di favorire i propri prodotti a discapito di quelli di altri operatori[42]; il divieto imposto al gatekeeper di utilizzare, in concorrenza con gli utenti commerciali, dati non accessibili al pubblico generati o forniti da tali utenti commerciali, ricavati o raccolti attraverso le attività commerciali degli utenti commerciali o dei loro clienti, relativi ai servizi di piattaforma di base o ai servizi forniti contestualmente o in ausilio ai servizi di piattaforma di base del gatekeeper[43]. Viene poi stabilito l'obbligo di fornire l'accesso, a titolo gratuito e in tempo reale, a tutti i dati aggregati e non che sono forniti o generati dallo stesso utente commerciale o da propri clienti utilizzando la piattaforma del gatekeeper, come pure i dati che l'utente commerciale ha generato utilizzando un servizio diverso prestato dal gatekeeper[44]; il divieto di lock-in ossia il divieto per i gatekeeper di limitare a livello tecnico o in altra maniera, la possibilità per gli utenti finali di passare, e di abbonarsi, a servizi e applicazioni software diversi, cui hanno accesso avvalendosi dei servizi di piattaforma di base del gatekeeper[45]. Ancora altri obblighi sono quelli di garantire alle imprese terze che forniscono motori di ricerca online, su loro richiesta, l'accesso a condizioni eque, ragionevoli e non discriminatorie (c.d. FRAND) a dati relativi a posizionamento, ricerca, click

40 Art. 5 (6).

41 Come rileva M. COLANGELO, *La regolazione* ex ante, cit., 12, la distinzione tra gli obblighi imposti dall'art. 5 e quelli dell'art. 6 non è molto chiara.

42 Art. 6 (5).

43 Art. 6 (2).

44 Art. 6 (10).

45 Art. 6 (6).

e visualizzazione per quanto concerne le ricerche gratuite e a pagamento generate dagli utenti finali sui propri motori di ricerca online[46]; come pure l'obbligo di applicare le condizioni FRAND per l'accesso degli utenti commerciali ai propri negozi di applicazioni software, motori di ricerca online e servizi di social network elencati nella decisione di designazione[47].

Infine, ulteriori obblighi sono quelli che riguardano l'interoperabilità dei servizi di comunicazione interpersonale indipendenti dal numero[48], così da consentire che le funzionalità di base dei servizi offerti dal gatekeeper siano gli stessi servizi di un altro fornitore che offre o intende offrire tali servizi nell'Unione.

Dalla precedente elencazione emerge come si tratti di obblighi multidirezionali e multilivello finalizzati a tutelare sia l'utente finale, garantendogli loro la consapevolezza circa l'utilizzo dei dati e come pure la possibilità di controllare l'utilizzo degli stessi con riguardo ai divieti connessi alla combinazione dei dati per indicizzare l'offerta verso servizi non richiesti, sia l'operatore commerciale il quale, invece, non ha un sufficiente potere negoziale per opporsi autonomamente alle condizioni imposte dai gatekeeper[49].

4. Prime (parziali) conclusioni

Le riflessioni svolte finora hanno evidenziato la diversità dei provvedimenti, sia in termini di ambito applicativo sia in riferimento ai comportamenti vietati o imposti. Così mentre il Regolamento 2018/302/UE si applica alle imprese che forniscono un bene e servizio nel mercato digitale allo scopo di concludere una transazione con il cliente, il DMA si rivolge a quei soggetti che offrono un servizio di piattaforma di base, indipendentemente dalla conclusione effettiva della transazione di beni e servizi, almeno nel significato assunto dal regolamento sul geoblocking. Diversi sono anche gli obblighi imposti dall'uno o dall'altro regolamento: più specifici e circoscritti quelli previsti dal Regolamento 2018/302/UE, di più ampia portata quelli del DMA, così come sono diversi i destinatari delle misure protettive.

Tuttavia, nonostante nel DMA non vi sia alcun riferimento esplicito alle politiche di geoblocking e al relativo divieto, una lettura sistematica degli obblighi e dello scopo del DMA conduce a ritenere che tale divieto sia perfettamente aderente alle misure che sono state introdotte nel DMA stesso.

Lo scopo dichiarato della DMA è di "assicurare che i mercati in cui sono presenti i gatekeeper siano e rimangano contendibili ed equi". Sebbene tali concetti non siano defi-

46 Art. 6 (11).

47 Art. 6 (12).

48 L'interoperabilità fa riferimento alla capacità di scambiare informazioni e di fare uso reciproco delle comunicazioni scambiate tramite interfacce o altre soluzioni, in modo che tutti gli elementi dell'hardware e del software funzionino con gli altri hardware e software e con gli utenti in tutti in modi in cui sono destinati a funzionare: così art. 2 (1)(29).

49 Per quest'ultimo rilievo v. D. DELFINO, *Repressione della concorrenza*, cit., p. 207.

niti esplicitamente nel regolamento, alcune indicazioni possono trarsi dalla lettura dei diversi considerando. La contendibilità viene definita come la capacità delle imprese di superare efficacemente le barriere all'ingresso e all'espansione e di sfidare il gatekeeper per quanto riguarda il merito dei rispettivi prodotti e servizi[50]. L'equità, invece, riguarda la presenza di uno squilibrio, in termini di potere contrattuale, tra i diritti e gli obblighi degli utenti commerciali in cui il gatekeeper trae un vantaggio sproporzionato, impedendo ai partecipanti al mercato (compresi gli utenti commerciali dei servizi di piattaforma di base e i fornitori alternativi di servizi forniti contestualmente o in ausilio a tali servizi di piattaforma di base) di cogliere adeguatamente i vantaggi derivanti dai loro sforzi innovativi o di altro tipo[51]. Si tratta quindi di scopi, interconnessi tra loro[52], che sono volti a promuovere, il primo la concorrenza tra piattaforme mentre il secondo, l'equità la concorrenza all'interno della piattaforma stabilendo rapporti equilibrati tra aziende e gatekeeper[53].

Ed è proprio con riferimento all'equità che si può cogliere il legame con le pratiche di geoblocking. Invero, nonostante nel DMA il concetto di equità sia prevalentemente riferito agli utenti commerciali, il considerando 62, che tratta dell'accesso ai negozi di applicazioni software, chiarisce che le condizioni tariffarie o altre condizioni generali di accesso devono essere considerate ingiuste se comportano uno squilibrio tra diritti e obblighi imposti agli utenti commerciali, attribuiscono al gatekeeper un vantaggio sproporzionato rispetto al servizio fornito dal gatekeeper agli utenti commerciali oppure se determinano uno svantaggio per gli utenti aziendali nella fornitura di servizi identici o simili a quelli forniti dal gatekeeper. Tra i criteri per valutare l'equità delle condizioni di accesso si indicano i "prezzi o condizioni imposti dal fornitore del negozio di applicazioni software per lo stesso servizio in regioni geografiche diverse". Così si potrebbe dire, argomentando a contrario, che se la parità di prezzo o di condizioni deve essere rispettata per gli operatori commerciali indipendentemente dalla localizzazione geografica, *a fortiori* tale obbligo deve ritenersi applicabile anche a beneficio degli utenti finali, i quali sono, in ultima istanza, i destinatari dei beni e dei servizi che sono oggetto di scambio nel mercato digitale. Un secondo riferimento può essere, poi, rinvenuto nel considerando 7, che richiama tra le pratiche sleali dei gatekeepers le "condizioni e pratiche commerciali diverse in Stati membri diversi", richiamo che parrebbe evocare proprio le logiche del geoblocking.

Da un'altra e diversa prospettiva, al medesimo risultato può giungersi attraverso l'analisi degli obiettivi che implicitamente derivano dagli art. 5 e art. 6 del DMA. Dalla lettura

50 Considerando n. 32

51 Considerando n. 33.

52 Come chiaramente emerge dal Considerando n. 34

53 C. Lombardi, *Gatekeepers and their special responsibility under the Digital Markets Act*, in *Public and private enforcement of EU competition law in the age of big data*, a cura di L. Calzolari, A. Miglio, C. Cellerino, F. Croci, J. Alberti, Torino, 2024, p. 166.

di tali obblighi si evince che le misure imposte mirano sua alla tutela degli operatori commerciali, creando mercati digitali equi e aperti, nel rispetto della libertà di impresa di cui all'articolo 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, sia alla protezione dei consumatori e dei loro diritti fondamentali online [54]. Si pensi, ad esempio, alle regole in tema di multi-homing, a quelle sul trattamento, utilizzo e trasferimento dei dati, o ai divieti relativi ai servizi obbligatori[55] e di lock-in. Tutti questi obblighi sono accomunati dallo scopo di consentire all'utente finale di aver accesso ad un mercato nel quale le imprese operano in un regime di concorrenza avendo accesso alle medesime informazioni e ai medesimi benefici. Così interpretata la questione, il divieto di geoblocking risulta perfettamente coerente con la logica del DMA, in quanto finalizzato a garantire, al pari degli altri obblighi e divieti espressamente indicati nel DMA stesso, un accesso equo ai beni e servizi a tutti gli utenti finali indipendentemente dalla nazionalità, dal luogo di residenza o dallo stabilimento. In questo senso allora il divieto di geoblocking concorre, unitamente agli altri divieti e obblighi, alla realizzazione di un mercato digitale equo e contendibile.

54 C. Massa, *The Digital Markets Act*, cit., p. 126.

55 Art. 5, (7) e (8).

Sostenibilità ambientale e regolazione dei mercati bancario e finanziario. Il ruolo degli strumenti di private enforcement*.

MADDALENA SEMERARO
Professore Ordinario di Diritto dell'Economia
Università Magna Graecia di Catanzaro

SOMMARIO: 1. Premesse. – 2. Il quadro normativo sulla sostenibilità ambientale nei mercati bancario e finanziario. – 3. Relazione tra interesse generale regolatorio e tutela del cliente: le ragioni della utilità del rimedio privatistico sul piano del corretto funzionamento del mercato. – 4. Sostenibilità ambientale e mercato bancario. Interessi generali veicolati dalle discipline sulla sostenibilità. Loro limitata rilevanza sul contratto. Residualità degli strumenti di *private enforcement*. – 5. *Segue*. Il mercato finanziario. Rilevanza dell'interesse a effettuare un investimento sostenibile. Riflessi sul ruolo del *private enforcement*. – 6. Conclusioni.

1. Premesse

Negli ultimi tempi il dibattito sulla sostenibilità ambientale dei modelli di produzione si è diffuso a tutti i livelli. In apice vi sono le questioni assai note della sorte dell'attuale forma di capitalismo, che è capitalismo finanziario, e della necessità di dirigersi verso un sistema economico "resiliente ai cambiamenti climatici e circolare" che, in una parola, assicuri la sostenibilità dell'attuale società del benessere. Se poi sia corretto stimare il benessere tenendo in considerazione non soltanto ordini di grandezza relativi alle attività economiche, ma anche inerenti alla qualità della vita, per definizione difficilmente monetizzabili, è altra faccenda[01]. Ed è peraltro faccenda non di oggi, ma fino a oggi relegata alle discussioni accademiche e a qualche iniziativa politica,

* Il lavoro riproduce il testo della relazione tenuta al Convegno "Dottrine generali della sostenibilità", organizzato dall'Università degli studi della Tuscia, Viterbo, nei giorni 24-26 ottobre 2024.

01 Il tema è collegato alla più ampia questione della sostenibilità dell'attuale modello di sviluppo e della sua giustizia in termini di distribuzione della ricchezza. Capisaldi nella letteratura economiche sono in particolare i lavori di A.K. SEN, *La diseguaglianza. Un riesame critico*, Bologna, Mulino, 2010; J.E. STIGLITZ, *Invertire la rotta. Disuguaglianza e crescita economica*, 2018, Bari, Laterza.

che però non ha trovato decisa concretizzazione[02]. In particolare, vale menzionare il Rapporto Stiglitz del 2011, che auspicava un deciso cambio di prospettiva, spostando l'attenzione «da un sistema di misurazione "orientato alla produzione" ad uno focalizzato sul "benessere delle attuali e future generazioni"» [03].

Per ragioni ben note, che è inutile ricordare, l'approccio a questi temi è radicalmente cambiato nei tempi più recenti. I provvedimenti normativi di matrice europea affrontano in modo diretto la questione della sostenibilità ambientale, tentando di indirizzare le attività economiche verso modelli produttivi maggiormente virtuosi. L'obiettivo, declinato nel Piano di azione della Commissione Europea, è di «riorientare il processo di coordinamento macroeconomico del semestre europeo per integrarvi gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, al fine di porre la sostenibilità e il benessere dei cittadini al centro della politica economica e rendere gli obiettivi di sviluppo sostenibile il fulcro della definizione delle politiche e degli interventi dell'UE»[04]. La produzione regolamentare è alluvionale. Come pure moltissimi sono gli atti delle Autorità indipendenti volti a incidere direttamente sui sistema di *governance* degli operatori economici, almeno di quelli di maggiori dimensioni.

In premessa va subito detto che, declinati gli obiettivi di sostenibilità, l'attenzione del legislatore europeo si concentra sulla transizione, ossia sul percorso di mezzo tra il presente e un futuro reputato prossimo, caratterizzato dalla completa riconversione delle attività economiche talsì che concorrano alla costituzione di «una società giusta e prospera, dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse»[05].

È esattamente su questo piano che è assegnato un ruolo importante ai mercati bancari e finanziari, sul presupposto, da un lato, della centralità degli investimenti privati per procedere lungo la strada della conversione dei modelli di produzione e, dall'altro, del riconoscimento del forte impatto, sulle condotte degli operatori economici, di rigide politiche creditizie che mettano al centro i fattori di sostenibilità. In sintesi, le idee di fondo che muovono il legislatore europeo sembrano essere: stimolare il capitale privato verso investimenti finanziari ecosostenibili; al contempo, orientare le banche verso politiche creditizie che tengano sempre più conto dei fattori di sostenibilità e così incentivare le imprese a convertire i loro modelli di produzione.

02 Rapporto della Commissione Sarkozy sulla misura della performance dell'economia e del progresso sociale (Il Rapporto Stiglitz, I e II parte), 15 gennaio 2011.

03 *O.u.c.*, p. 27. Che l'approccio a questi temi sia mutato è anche testimoniato dall'ultima riforma della Costituzione, che è intervenuta sull'art. 9 Cost., inserendo un riferimento esplicito all'interesse delle nuove generazioni.

04 Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Il *Green Deal* europeo, 11 dicembre 2019.

05 Comunicazione della Commissione sul *Green Deal*, cit, p. 2.

L'approccio regolatorio si mostra parzialmente differente da quello cui il legislatore Europeo ci ha abituati[06]. Né avrebbe potuto essere diversamente considerato che la finalità prefissata non è assicurare il corretto funzionamento di un mercato concorrenziale. La finalità è invece incidere sull'organizzazione dell'attività di impresa: l'intervento regolatorio è destinato anzitutto a impattare su tale attività nel suo complesso, più che sulla singola transazione.

In tale quadro, interrogarsi sul ruolo del Diritto privato può rappresentare una prospettiva d'indagine utile per comprendere la portata sistematica dei nuovi provvedimenti normativi e, in particolare, il loro impatto sulla classica relazione tra contratto e mercato. Da questo angolo visuale, vale soprattutto riflettere sul rapporto tra regolazione e rimedi; segnatamente, sull'impatto che la regolazione di tali mercati può avere sul rapporto contrattuale e, perciò, sul ruolo attribuibile agli strumenti di *private enforcement* rispetto a quelli di *public enforcement*.

È bene anticipare che, su quest'ultimo piano, la maggiore rilevanza assunta – nella prospettiva del Regolatore – dalla dimensione dell'organizzazione dell'attività d'impresa rispetto a quella della contrattazione porta con sé alcune conseguenze di non poco momento in ordine alla scelta degli strumenti di *enforcement*, rendendo opportuna la combinazione tra la sanzione pubblicistica e il rimedio privatistico e, forse, la prevalenza della prima sul secondo. La realizzazione degli obiettivi di politica economia sembra cioè debba passare anzitutto per l'adozione di sanzioni irrogate dalle Autorità di Vigilanza. Affinché la transizione vada a buon fine e l'intervento sui mercati bancario e finanziario faccia da volano di questo cambiamento, pare necessaria insomma soprattutto una spinta non troppo gentile da parte del regolatore[07].

06 Sull'approccio regolatorio del legislatore europeo e sull'ampio dibattito in ordine al ruolo della disciplina del contratto al fine di evitare i fallimenti di mercato e garantirne il corretto funzionamento v., almeno, F. Denozza, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti, in Osservatorio di diritto commerciale*, 2012, p. 1 ss.; Id., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 13 ss.; Id, *In viaggio verso un mondo re-incantato? Il crepuscolo della razionalità formale nel diritto neoliberale*, *ibidem*, 2016, p. 419 ss.

07 I segnali non sono tuttavia incoraggianti, considerata l'approvazione del recente pacchetto *omnibus* di modifica delle Direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760, rispettivamente sulla rendicontazione della sostenibilità e sulla *due diligence* delle imprese, che ne limita fortemente l'ambito di applicazione. Tra l'altro questo pacchetto incide sul *Green Asset Ratio*, il principale indicatore di *performance* delle banche basato sulla tassonomia, stabilendo che le banche potranno escludere dal denominatore del GAR le esposizioni relative a imprese non soggette all'obbligo di rendicontazione di sostenibilità.

2. Il quadro normativo sulla sostenibilità ambientale nei mercati bancario e finanziario.

Considerata la copiosità degli interventi[08], è forse più utile tracciare le traiettorie di questa produzione normativa, tentando di distinguere tra mercato bancario e finanziario, per provare poi a stringere sugli specifici piani di intervento al fine di rendere più agevole il percorso che condurrà a fare qualche riflessione sulla incidenza di detta produzione sui contratti, dall'angolo visuale del *private enforcement*.

Brevemente, nel mercato bancario l'intervento più massiccio riguarda l'organizzazione interna dell'impresa: le banche sono tenute a formulare e attuare strategie aziendali e sistemi di *governance* e di gestione dei rischi climatici e ambientali. Devono dunque predisporre politiche di sostenibilità e devono monitorare le loro esposizioni, tenendo conto di quanto il rischio fisico e il rischio di transizione incidano sul rischio di credito, operativo, di mercato e di liquidità.

Ai rischi fisici e di transizione sono esposti tutti gli attori economici: dai partecipanti al mercato finanziario, alle imprese non finanziare, alle banche. Per queste ultime, il rischio fisico, non strettamente legato alla transizione ma agli effetti negativi del cambiamento climatico che l'attuale modello produttivo produce, è dato dall'impatto finanziario del deterioramento ambientale sulle imprese, conseguentemente esposte a danni materiali o a cali o a blocchi di produttività. Basti pensare, ad esempio, al caso di una garanzia immobiliare che gravi su immobili ubicati in luoghi a rischio alluvioni. Diverso è il rischio di transizione, che per gli istituti bancari si traduce nella perdita finanziaria cui può andare incontro l'impresa finanziata per il mutamento del ciclo produttivo e per il suo adeguamento ai criteri di sostenibilità, tale da incidere sulla capacità di restituire il prestito.

L'obiettivo è incentivare le banche a selezionare i propri clienti, inducendole a orientare il finanziamento verso imprese virtuose. Gli interventi hanno dunque una duplice direzione: da un lato, monitorare i crediti già in essere che espongono gli intermediari a un maggiore rischio (sia esso di credito, di mercato o reputazionale); dall'altro, implementare l'erogazione di finanziamenti o finalizzati alla realizzazione di progetti

08 Per citarne soltanto alcuni: 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 (c.d. Regolamento tassonomia), il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari; Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento; 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 (anche detta Direttiva *Green washing*); Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti; 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.

green o a imprese che hanno un *rating* di sostenibilità buono.

Ovviamente, l'adozione di date politiche creditizie è destinata a impattare sulla fase di accesso al credito e, in particolare, sulla valutazione del merito creditizio. I fattori ESG infatti entrano nella valutazione del merito di credito dei clienti, diventando determinanti su questo piano[09].

Quanto sinteticamente rappresentato conferma che per ciò che riguarda il mercato bancario, il piano di incidenza di questa copiosa normativa è l'organizzazione dell'attività di impresa.

Nel mercato finanziario l'approccio del legislatore europeo è in parte differente. L'intervento normativo e regolatorio infatti se, da un lato, continua a riguardare i profili di *governance* e di gestione dei rischi dell'impresa finanziaria e la *product governance* (ossia il governo del prodotto), dall'altro, impatta più direttamente anche sulle condotte che gli intermediari devono tenere nei confronti dei loro clienti.

Il provvedimento principe in questo mercato è il Regolamento Tassonomia. Con esso si definiscono gli obiettivi di sostenibilità e i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile al fine di stabilire il grado di sostenibilità di un investimento. La Commissione ha ripetuto che il regolamento, come gli atti delegati, sono provvedimenti in divenire che verranno arricchiti con l'inserimento di nuove attività non ancora prese in considerazione e che la mancata inclusione di alcune non implica una automatica valutazione delle stesse in termini di insostenibilità[10].

Gli obiettivi indicati dal Regolamento sono: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Tra i criteri sulla base dei quali valutare se una attività sia in linea con la tassonomia ci sono poi: a) il contributo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali individuati; b) il non arrecare un danno significativo ai medesimi obiettivi e c) lo svolgimento dell'attività in conformità ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione. Il Regolamento specifica sia cosa si debba intendere per contributo sostanziale in relazione a ciascun obiettivo di sostenibilità, sia la portata del riferimento al danno significativo prodotto da una attività economica in relazione a ciascun obiettivo. L'individuazione dei criteri di vaglio tecnico alla luce dei quali valutare il contributo sostanziale e l'assenza di danno significativo è rimessa ad atti delegati.

Con il Regolamento Tassonomia, l'intenzione è introdurre un concetto comune

09 V. gli Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti del 29.05.2020 dell'*European Banking Authority* (EBA).

10 Comunicazione della Commissione "Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il *Green Deal* europeo", 21 aprile 2021.

di investimento sostenibile, a partire dalla classificazione dell'attività economica sottostante, al fine di implementare la trasparenza dei mercati finanziari circa le informazioni fornite agli investitori finali sulla reale qualità in termini di sostenibilità del prodotto acquistato. Il provvedimento normativo va infatti letto unitamente al Regolamento del 2019 sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

Quest'ultimo impone una serie di obblighi ai partecipanti al mercato, rendendo rilevanti i fattori di sostenibilità su più livelli. In primo luogo, obbliga gli intermediari a informare i loro clienti su come il «rischio di sostenibilità»[11] venga preso in considerazione nelle politiche di investimento. Che significa altresì rendere noto sia di avere tenuto conto degli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, sia di non averlo fatto. In seconda battuta, impone di includere nelle politiche di remunerazione informazioni sulla loro stessa coerenza con l'integrazione dei rischi di sostenibilità. Prescrive di inserire nelle informazioni precontrattuali le caratteristiche di sostenibilità del prodotto di investimento, con particolare riguardo al relativo impatto, positivo o negativo, sui fattori di sostenibilità. Infine, nel contesto della profilazione, viene dato rilievo alla propensione del cliente a effettuare investimenti sostenibili, con conseguenze a cascata sotto il profilo della delimitazione dell'oggetto del giudizio di adeguatezza che gli intermediari devono effettuare nei servizi di consulenza e di gestione dei portafogli prima di dare corso all'investimento.

Rispetto al mercato finanziario si conferma la rilevanza della dimensione organizzativa dell'attività d'impresa, particolarmente incisa dalla regolazione. Accanto a essa, viene tuttavia considerazione anche la relazione orizzontale tra cliente e intermediario. Il piano di incidenza della disciplina sulla sostenibilità diventa perciò pure il rapporto contrattuale.

Con specifico riferimento a quest'ultimo, la tecnica di intervento è assai nota e si sostanzia nella moltiplicazione degli obblighi di comunicazione e di informazione che gli intermediari devono adempiere nei confronti dei loro clienti[12]. L'informazione dovrebbe rafforzare la trasparenza del mercato e aiutare gli investitori a orientarsi. Va nondimeno segnalato che, in un recente Parere di EBA, EIOPA ed ESMA di giugno 2024 – parere che fa il punto sui risultati applicativi proprio del Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari[13] – si mette in guardia la Commissione dall'eccesso di informazioni date agli investitori, proponendo di optare o per una

11 Definito dal Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari come «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento, come specificato nella legislazione settoriale, in particolare nelle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/ UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, ovvero negli atti delegati e nelle norme tecniche di regolamentazione adottati a norma alle suddette direttive».

12 Per tutti F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Torino 2011.

13 Joint ESAs Opinion, On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), 18 giugno 2024.

suddivisione dei prodotti finanziari in categorie o per l'adozione di un indicatore che sia in grado di misurare la sostenibilità (ambientale o anche sociale) dei diversi prodotti di investimento.

3. Relazione tra interesse generale regolatorio e tutela del cliente: le ragioni della utilità del rimedio privatistico sul piano del corretto funzionamento del mercato.

Questo è per sommi capi il disegno del legislatore europeo. Il ruolo svolto dal *private enforcement* al suo interno dipende da quanto le discipline sulla sostenibilità – che riguardano in prevalenza l'attività, salvo ciò che si è detto con riferimento agli obblighi informativi gravanti sugli intermediari – possano assumere rilevanza nella prospettiva del rapporto tra intermediario e cliente. Rilevanza, che a sua volta dipende da una serie di fattori: primo fra tutti la natura degli interessi generali da esse veicolati.

Guardare alla natura di tali interessi significa anzitutto interrogarsi sulla loro possibile incidenza sul contratto. Il fenomeno dell'incidenza dell'interesse generale sul regolamento contrattuale è ben noto al codice civile e non è certo estraneo ai contratti dei mercati regolati. In questi mercati, anzi, l'iper-regolamentazione ha portato nel tempo a un fitto intreccio di norme pubblicistiche e privatistiche, al quale è seguito un aumento delle ipotesi in cui la disciplina della singola contrattazione è stata influenzata dall'esigenza di attuare obiettivi regolatori.

Su questo piano, la peculiarità dei mercati bancario e finanziario sta in ciò, che l'incidenza dell'interesse generale (regolatorio) sul contratto – la portata della quale consiste nell'alterare la classica dinamica del rapporto, di solito orientata alla sua giustizia, con importanti conseguenze sull'esito del bilanciamento degli interessi dei contraenti in caso di conflitto – si manifesta, oltre che con la classica previsione di requisiti specifici in relazione ai soggetti, all'oggetto o alla causa, anche con la imposizioni di obblighi di condotta in capo al contraente professionale o di obblighi di organizzazione che, pur inerendo alla dimensione della attività di impresa, si riverberano sul contenuto del regolamento.

Gli esempi a questo riguardo sono molti.

Basti pensare alla trasparenza bancaria. Ai diversi obiettivi regolatori che negli anni si sono succeduti sono corrisposti approcci differenti alla regolamentazione del rapporto. Quando l'obiettivo consisteva principalmente nella implementazione della concorrenza, la trasparenza veniva tutta centrata sull'obbligo di informazione[14]. Quando il regolatore ha avuto come finalità principale la responsabilizzazione sia delle banche, sia dei clienti dall'angolo visuale, rispettivamente, della concessione e della assunzione del prestito, in funzione dell'interesse alla stabilità del sistema, strategica è diventata l'attribuzione di rilevanza formale nella relazione orizzontale agli obblighi prima reputati afferenti alla

14 V., almeno, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., *passim*; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna 2013.

sola dimensione organizzativa dell'attività dell'intermediario[15] (è il caso dell'obbligo di valutazione del merito di credito, per come disciplinato nella Direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali).

Al medesimo collegamento tra regolazione e contratto si è assistito nel mercato dei servizi di pagamento[16]. Nel tentativo di rafforzare la fiducia degli utenti in questi servizi, al fine di implementare l'uso di strumenti di pagamento elettronici, la PSD2 ha introdotto l'obbligo di dotarsi di modalità di autenticazione forte del cliente. Tale obbligo inerisce senza dubbio al piano della organizzazione dell'attività d'impresa. Esso, però, entra anche nel contenuto del contratto, dovendo il prestatore di servizi di pagamento adempierlo nei confronti del cliente in ragione di quanto disposto dall'art. 10 *bis* del d.lgs., n. 11 del 2010. Le sue modalità di attuazione sono specificate in alcuni atti regolatori; queste stesse modalità diventano un metro per valutare la condotta dell'intermediario, in termini di diligenza, nell'ambito del rapporto con la controparte[17].

Ebbene, rispetto a queste discipline l'osservazione delle dinamiche dei rapporti tra banca e cliente conferma il ruolo decisivo svolto dagli strumenti di *private enforcement*. Anche il rimedio privatistico infatti ha concorso a orientare le condotte degli operatori economici nella direzione della adozione di buone prassi.

Sulle ragioni di questo successo, in primo piano sembra stare la particolare relazione che in passato si è venuta a instaurare tra interesse generale veicolato dalle norme impositive di obblighi – o più strettamente attinenti allo svolgimento dell'attività o rilevanti nella relazione orizzontale – e interesse del cliente. L'interesse generale di volta in volta veicolato da dette discipline (ora alla instaurazione di un mercato concorrenziale, ora alla tutela della stabilità del sistema finanziario) ha quasi sempre incrociato l'interesse del cliente, nel senso che la tutela del secondo ha spesso rappresentato un passaggio irrinunciabile per l'attuazione del primo.

Non meno importante, tuttavia, è stata anche la scelta della tipologia di rimedio da applicare. Su questo piano, in apice sta la stessa definizione di *private enforcement*.

Sugli strumenti che in concreto si possono definire di *private enforcement* si può

15 Sulla trasparenza alla luce delle più recenti evoluzioni normative A.M. Pancallo, *La Trasparenza bancaria nella transizione ad un mercato sostenibile*, Cacucci, Bari, 2022. Nella prospettiva del testo v., in particolare, R. Di Raimo, *La trasparenza trent'anni dopo*, in M. Perassi, M. Rabitti, F. Sartori e V. Troiano (a cura di), *A 30 anni dal testo unico bancario (1993-2023). The test of Time*, in *Quaderni Banca d'Italia*, 2024, p. 203 ss.. Ma anche M. Semeraro, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, I, 704 ss.

16 In prospettiva simile al testo v. F. Denozza, *Il mercato, e la sua tutela, tra diritto privato "relazionale" e diritto privato "regolatorio"*, in *Accademia*, 2024.

17 Sulla particolare natura del rimedio risarcitorio introdotto dalla PSD2 M. Semeraro, *Modelli di responsabilità e private enforcement: appunti su PSD2 e operazioni di pagamento non autorizzate*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 825 ss.

discutere[18]. Possono essere considerati tali soltanto i rimedi che seguono alla violazione di obblighi organizzativi imposti all'impresa, ma rilevanti pure ai fini della valutazione dell'adempimento della prestazione contrattuale; oppure tutti i rimedi che costituiscono una reazione alle condotte in contrasto con norme che hanno come finalità, anche indiretta, di impattare sul mercato di riferimento. Le quali norme nei mercati regolati – va pure ricordato – sono la maggior parte.

La questione definitoria appassiona poco. Di più profondo v'è però che l'approccio volto soltanto a escludere o includere prova troppo o troppo poco, rischiando di non cogliere le specificità della disciplina sul contratto nei mercati bancario e finanziario, dal lato del trattamento rimediale. Per un verso, riconoscere soltanto nei rimedi che seguono alla violazione di atti regolatori la natura di strumenti di *private enforcement* può condurre a ipostatizzare soltanto parte di una realtà che è eterogenea e che in questa eterogeneità trova il suo punto di forza. Per altro verso, limitarsi a identificare tali strumenti con i rimedi collegati alla violazione di qualunque regola posta a presidio della contrattazione bancaria o finanziaria, comunque rischia di obnubilare i tratti qualificanti di questa eterogeneità, in particolare rendendo più complicato distinguere tra fattispecie in ragione degli interessi rilevanti in gioco.

Meglio sembra essere invece partire dalla consapevolezza che l'utilità dell'utilizzo del sintagma *private enforcement* nei mercati regolati è apprezzabile anzitutto sul piano interpretativo, poiché è soltanto su di esso che è possibile cogliere la specifica attitudine del rimedio privatistico a concorrere alla attuazione degli obiettivi regolatori. Oltretutto, nei mercati bancario e finanziario i maggiori problemi nella selezione della disciplina applicabile in punto di tipologia del rimedio si sono posti e continuano a porsi nelle ipotesi – che sono la maggioranza – in cui la disposizione nulla preveda per il caso della sua violazione. In dette ipotesi, il dibattito è stato interamente centrato sull'utilizzo del rimedio invalidante, tornando perciò in auge le note costruzioni sulla categoria della nullità virtuale.

Spostato dunque il piano della riflessione, ciò che in prima battuta vale a distinguere è l'attitudine del rimedio a costituire una reazione calibrata sulla migliore soluzione del conflitto di interessi sorto tra i contraenti nella prospettiva del corretto funzionamento del mercato. Non secondaria ai medesimi fini è poi la seguente considerazione: che, se è vero che l'obiettivo finale che il legislatore europeo intende raggiungere nei mercati regolati con la disciplina del contratto è sempre l'efficienza del mercato, vero è anche che questa efficienza, nella prospettiva dello stesso legislatore, passa per la tutela del cliente dell'impresa. Detto più chiaramente, passa per la necessità che il rischio di condotte opportunistiche assunte dagli operatori economici non ricada sul fruitore

18 Sul tema, in generale, v., almeno, M. MAUGERI, A. ZOPPINI (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2010. Con attenzione specifica ai mercati regolati e al legame tra obiettivi regolatori e disciplina del contratto H. MICKLITZ, *The Transformation of European Private Law through competition*, in *European Law Jornal*, 22, no. 5 (Septembre 2016), 627 ss.

finale del bene o del servizio. È, in definitiva, una efficienza qualitativamente qualificata.

Il corollario più significativo sotto il profilo del trattamento rimediale è che nei mercati regolati non vale l'alternativa secca tra nullità assolute, riferibili all'ordine pubblico di direzione, e nullità relative, ascrivibili all'ordine pubblico di protezione per come ci è stata consegnata dalla tradizione, ma anche da alcune elaborazioni teoriche in tema di nullità di protezione[19]. Le ragioni che giustificano il ricorso al rimedio invalidante possono ben essere ascrivibili all'ordine pubblico di direzione e, nondimeno, richiedere che ai fini della attuazione dell'interesse generale (quasi sempre regolatorio) venga comunque tutelata la posizione del cliente. A fare la differenza tra l'una ipotesi e l'altra è la disponibilità della tutela, che resta in capo al cliente soltanto qualora alla *ratio* della previsione violata resti estranea ogni valutazione in ordine al complessivo funzionamento del mercato.

Pertanto, qualora l'interesse che giustifica l'assunzione dell'obbligo in capo all'impresa sia riconducibile all'ordine pubblico c.d. di protezione, il rimedio previsto per l'ipotesi di sua violazione tenderà a ripristinare l'equilibrio del rapporto violato. Ed è questo il classico caso delle nullità di protezione parziali e a legittimazione relativa. Qualora, invece, l'interesse generale veicolato afferisca all'ordine pubblico c.d. di direzione, il rimedio, anziché ripristinare un equilibrio violato, tenderà a impattare sugli interessi in gioco in modo da disincentivare condotte contrastanti con la regola, rendendole poco convenienti. Non è detto che in questo secondo caso, il regime applicabile debba essere quello proprio delle nullità assolute. Ben potrebbe essere che la legittimazione resti relativa e che la nullità resti parziale, al fine di assicurare l'efficienza (come detto, qualitativamente qualificata) del mercato, ma che la disponibilità dello stesso rimedio sia sottratta al cliente, considerata la natura dell'interesse generale sottostante[20]. Resterebbe perciò al giudice il potere di rilevare d'ufficio la nullità, nel silenzio della parte a vantaggio della quale la stessa deve operare.

---

19 Il dibattito sulla costruzione delle nullità di protezione è stato ampio. Per tutti, v. G. Passagnoli, *Nullità speciali*, Milano, 1995; M. Girolami, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Padova, 2008; S. Polidori, *Discipline della nullità e interessi protetti*, Napoli, 2001; Id., *Nullità di protezione e sistematica delle invalidità negoziali*, Napoli, 2016; V. Scalisi, *Contratto e regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, p. 459 ss.; M. Mantovani, *Le nullità e il contratto nullo*, in A. Gentili (a cura di), *Trattato del contratto* da V. Roppo, IV, *Rimedi,* Milano, 2006; A. Gentili, *Le «nullità di protezione»*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, p. 77; S. Pagliantini, *La nullità di protezione tra rilevabilità d'ufficio e convalida: lettere da Parigi e dalla Corte di Giustizia*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 139 ss.; Id., *L'azione di nullità tra legittimazione ed interesse*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 2011, p. 407 ss.

20 Questo sembra il caso della nullità prevista dall'art. 125 *bis* Tub qualora l'intermediario non abbia indicato in contratto il Taeg, ossia il costo complessivo del finanziamento. Va detto che in questa ipotesi a essere (pesantemente) sanzionata non è la mancata informazione. È invece soltanto il non avere inserito un costo, comunque riportato in contratto, nella voce che sintetizza il costo complessivo del finanziamento. Il che fa pensare che l'intervento manutentivo non segua la logica della riconduzione ad equilibrio del rapporto e che perciò l'obiettivo della norma non sia rendere giusto un contratto ingiusto; sia, invece, incidere, o quantomeno tentare di incidere, sulle condotte degli operatori di mercato attraverso l'irrogazione di una vera e propria sanzione di diritto privato.

L'art. 127 TUB pare confermare questo approccio ricostruttivo, nel disporre che «le nullità previste dal presente titolo operano soltanto a vantaggio del cliente e possono essere rilevate d'ufficio dal giudice». Si potrebbe reputare che l'introduzione del comma 2 del menzionato articolo abbia definitivamente chiarito che le nullità previste dal testo unico bancario siano tutte nullità di protezione. Sembra invece che la reale portata della norma sia un'altra: chiarire, in via definitiva certo, che la applicazione della nullità derivante dalla violazione di una regole di trasparenza non può mai risolversi in un danno per il cliente, nel senso che il rischio delle conseguenze negative proprie della condotta opportunistica dell'operatore economico deve restare confinato alla sua sfera giuridica[21].

Quanto appena detto con riguardo ai contratti del mercato bancario, vale, almeno in parte, anche con riferimento ai contratti del mercato finanziario[22]. In particolare, l'incrocio appena delineato tra disciplina del mercato e disciplina del contratto ha sicuramente cominciato a funzionare dopo la crisi degli anni duemila anche in questo mercato, quando cioè è mutato l'approccio regolatorio e agli obblighi di informazione sono stati affiancati anche obblighi direttamente incidenti sulla fase di organizzazione della attività, che pure hanno di riflesso inciso sul contenuto del rapporto contrattuale. Tipico è il caso della disciplina sulla *product governance*.

4. Sostenibilità ambientale e mercato bancario. Interessi generali veicolati dalle discipline sulla sostenibilità. Loro limitata rilevanza sul contratto. Residualità degli strumenti di *private enforcement.*

Interrogarsi sulla natura degli interessi generali veicolati dalle discipline sulla sostenibilità ambientale significa dunque soprattutto domandarsi se detti interessi siano in grado sia di rilevare in via autonoma rispetto ai classici interessi generali che muovono il legislatore europeo e le Autorità regolatorie sul piano della regolazione del mercato, sia di incrociare l'interesse del cliente, rendendo perciò necessario passare per la sua tutela ai fini della relativa attuazione.

Il sintagma sostenibilità ambientale rinvia a una serie di valori che si traducono in altrettanti interessi generali (al clima, all'ambiente, alla biodiversità, al paesaggio, etc.). Tutti valori, peraltro, oramai entrati, se dubbi ci fossero mai stati, in Costituzione. Non è importante ai fini del presente discorso qualificare la sostenibilità ambientale nell'alternativa tra il principio o la clausola generale. Di là da ogni tentativo di qualificazione infatti, guardando alla regolamentazione in materia bancaria e finanziaria, tale sintagma, in detto ristretto ambito, sembra avere la valenza di formula riassuntiva di una disciplina. D'altro canto, la stessa prospettazione della sostenibilità ambientale come valore in sé e, dunque, come principio, sembra spostare ben poco sul

21 Al riguardo, v. U. MALVAGNA, *Credito fondiario, nullità « a vantaggio del cliente » e legittimazione di altri*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 139 ss.

22 V. *infra*, per le specificità di questi contratti in punto di disciplina dei rimedi.

piano dell'impatto di questi nuovi provvedimenti sul contratto bancario e finanziario. Che poi a monte sia possibile rintracciare, a seguito della riforma della Costituzione, il diverso principio costituzionale di sviluppo sostenibile è altra questione. Rispetto alla quale, va nondimeno precisato che anche lo sviluppo sostenibile chiama in campo più valori spesso in concorso tra loro.

Ciò che invece rileva sul piano della specificazione degli interessi generali veicolati dalle discipline sulla sostenibilità in ambito bancario e finanziario è che essi sono tendenzialmente esogeni rispetto ai menzionati mercati. Preliminare è dunque comprendere se, e nel qual caso come, le discipline evocate riescano a introitarli al loro interno, rendendoli endogeni.

Sul mercato bancario si è detto che il principale impatto delle riforme è anzitutto apprezzabile sul piano dell'attività d'impresa. La tecnica regolatoria adottata consiste nel rendere rilevanti nella valutazione dei requisiti prudenziali delle banche i rischi fisico e di transizione, integrandoli nei tradizionali rischi di credito, di mercato, di liquidità e reputazionale. Dalla lettura dei molti documenti pubblicati negli ultimi anni (*in primis* le linee guida della BCE e le linee guida dell'EBA sul monitaroggio e la concessione del credito), il quadro che ne risulta è caratterizzato da forti limitazioni all'autonomia organizzativa delle banche, le quali, all'atto della scelta sul se concedere il credito, devono tenere conto anche di tali ulteriori rischi, con importanti riflessi sulle condizioni economiche imposte ai clienti, destinate a mutare in ragione della finalizzazione del credito e delle qualità dell'impresa che si finanzia.

Guardando al complesso della normativa, dunque, ciò che si può in prima battuta constatare è che gli interessi generali veicolati dalle discipline sulla sostenibilità non acquistano rilevanza autonoma rispetto al classico interesse alla stabilità bancaria, esaurendo il loro rilievo, almeno per ora, nella necessità di assicurare detta stabilità. Dagli atti delle Autorità regolatorie (BCE ed EBA) risulta evidente che i rischi di sostenibilità vengono in definitiva presi in considerazione ai fini della valutazione della sana e prudente gestione[23].

Pensando proprio alla massiccia incidenza di tale regolamentazione sul profilo organizzativo, è chiaro che affinché le linee di intervento delle Autorità si traducano in cambiamenti concretamente orientati alla adozione di un modello di *governance* ispirato dai fattori di sostenibilità è necessario che a seguito di questa prima fase di adeguamento delle strutture, sia introdotto anzitutto un efficace sistema di *public enforcement*. Negli ultimi tempi si stanno moltiplicando le iniziative provenienti dal

23 In particolare, nel Piano d'azione del 2019 dell'EBA si afferma che «il lavoro dell'EBA sui rischi ESG e sulla finanza sostenibile è strettamente legato all'obiettivo più ampio di contribuire alla stabilità, alla resilienza e al funzionamento ordinato del sistema finanziario a breve, medio e lungo termine». E che «l'EBA riconosce che, sebbene affrontare le sfide ESG richieda l'attuazione di una serie di politiche pubbliche, il ruolo principale del quadro prudenziale è quello di garantire un settore finanziario stabile e resiliente che sarà in grado di fornire i finanziamenti per la necessaria transizione economica e sociale».

mondo bancario. Queste iniziative, tuttavia, non sembrano bastare ad assicurare il reale compimento della transizione. Ove la mole di documenti delle Autorità regolatorie non fosse accompagnata da un adeguato apparato di sanzioni pubbliche è attuale il rischio di depotenziarne l'impatto sull'economia reale nel lungo periodo.

Gli strumenti più adatti per stimolare una completa revisione delle politiche creditizie vanno pertanto costruiti seguendo la logica degli incentivi e disincentivi. In questa direzione si sta riflettendo se dare un peso ai rischi fisico e di transizione nell'ambito della valutazione dei requisiti patrimoniali.

Consequenziale è il ruolo ancillare che può essere assegnato agli strumenti di *private enforcement*. Di diverso rispetto al passato c'è infatti che l'obiettivo regolatorio, consistente nell'orientare le condotte delle banche a tenere conto dei rischi di sostenibilità nell'esercizio della loro attività di impresa, difficilmente passa per la tutela dell'interesse del cliente.

A tale proposito, possono bastare un paio di esempi.

Si è già detto che le più evidenti ricadute di questa impalcatura regolatoria si hanno sulla fase di valutazione del merito creditizio. La valutazione del merito di credito rileva sul piano della attività bancaria, ma può avere una sua rilevanza anche sul piano del rapporto tra banca e cliente. Sicuramente ce l'ha con riferimento ai rapporti di credito (immobiliare e non) concessi ai consumatori, al preciso scopo di dare attuazione al principio del credito responsabile, pure in un ottica di tutela del cliente.

Ebbene, sul merito di credito l'EBA afferma che nella valutazione preliminare alla concessione del finanziamento (chiaramente all'impresa, ma può essere anche al consumatore ove si tratti di un mutuo immobiliare), bisogna tenere conto del rischio fisico e del rischio di transizione ai quali la concessione può esporre. Dunque, pensando alla ipotesi di richiesta di finanziamento per ristrutturare un immobile che si trova in un territorio fragile, soggetto al pericolo di catastrofi alluvionali, la banca dovrebbe effettuare una valutazione complessa sulla concessione del credito, che prenda in considerazione anche i menzionati profili.

Ciò che viene spontaneo osservare con riferimento all'ipotetico ruolo degli strumenti di *private enforcement* è anzitutto che la logica sottostante alla vigente disciplina sul merito di credito nel finanziamento ai consumatori[24] è del tutto estranea alla fattispecie appena rappresentata. Rispetto a essa infatti, non si tratta di tutelare il cliente onde

24 Come detto, dalla individuazione della *ratio* della norma violata (nella specie quella che impone l'obbligo di valutare il merito di credito del cliente) dipende la selezione del rimedio: in questa prospettiva v., seppure con diversità di approcci, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, p. 322 ss.; G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 38 ss.; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza bancaria*, cit., 133 ss.; F. FALCONE, *"Prestito responsabile" e sovraindebitamento del consumatore*, *Dir. fall.*, 2010, 649; L. MODICA, *Concessione «abusiva» di credito ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2012, 493 ss.

evitare che assuma un finanziamento in modo irresponsabile. L'interesse generale che muove a dare rilevanza al rischio fisico e al rischio di transizione trasporta gli interessi rilevanti nella fattispecie su un piano diverso. In un contesto nel quale si tratta di fare fronte a catastrofi naturali che si verificano sempre più spesso e in cui, per assicurare la stabilità finanziaria del sistema, diventano necessari strumenti come le polizze obbligatorie, gli indennizzi degli Stati o si diffondono strumenti finanziari come i *cat bond*, è evidente che si è su un terreno al quale la logica del *private enforcement* è del tutto estranea.

Il ragionamento è in parte diverso ove si pensi alla ipotesi di richiesta di un finanziamento da parte di una impresa c.d. *brown.* Ma la conclusione sul ruolo del *private enforcement* sembra la medesima.

Rispetto a questa ipotesi, *de iure condendo*, si potrebbe pensare a una norma che fa divieto alla banca di concedere il finanziamento ogni qual volta non sia destinato a investimenti sostenibili. Ove una tale norma fosse davvero inserita nel TUB, la sanzione non potrebbe che essere la nullità assoluta, poiché il divieto starebbe a esprimere l'interesse dell'ordinamento a che tale genere di finanziamenti non abbia a concludersi. All'attuazione dell'obiettivo regolatorio resterebbe in definitiva estranea ogni valutazione in ordine alla necessità di tutelare il cliente, ossia l'impresa *brown*. Un tale rimedio tuttavia è del tutto privo del carattere di deterrenza nei confronti dell'operatore bancario e rischia di rivelarsi inefficiente nella prospettiva del corretto funzionamento del mercato.

In alternativa, si potrebbe prospettare – di nuovo *de iure condendo* – la previsione mirata della nullità della clausola sui costi del finanziamento. Il risultato sarebbe di fare gravare i costi della violazione soltanto sull'intermediario, con un effetto premiante per l'impresa, senza però che le relative conseguenze vengano rimosse. Una soluzione, che in prospettiva di sistema, suscita non poche perplessità.

A quanto detto va pure aggiunto però che riconoscere la residualità degli strumenti di *private enforcement* nell'attuale disegno del legislatore europeo non significa che il contratto bancario sia del tutto insensibile alle disciplina sulla sostenibilità. Significa soltanto che la via di accesso degli interessi generali espressi dal sintagma sostenibilità ambientale difficilmente, almeno allo stato, sono gli atti di regolazione. Può esserlo, invece, la stessa autonomia negoziale, la quale può dare rilevanza a questi interessi attraverso la previsione o di clausole di sostenibilità che contemplino, ad esempio, variazioni di tassi di interesse in relazione al raggiungimento di obiettivi fissati a monte o della diretta destinazione delle somme prese a mutuo alla loro realizzazione.

Ma di nuovo, viene da interrogarsi sulla ragione per la quale gli intermediari dovrebbero utilizzare queste clausole o funzionalizzare il contratto. Forse, anche perché in molti casi a incentivarli c'è l'intervento dello Stato. Sono state già sperimentate, peraltro, le garanzie pubbliche per l'attuazione di programmi di transizione.

5. *Segue*. Il mercato finanziario. Rilevanza dell'interesse a effettuare un investimento sostenibile. Riflessi sul ruolo del *private enforcement*.

Il ragionamento va articolato diversamente per quanto riguarda il mercato finanziario.

In questo mercato l'obiettivo regolatorio – si è detto – è incanalare gli investimenti privati verso strumenti sostenibili. A tal fine, sia la disciplina primaria, sia gli atti regolatori agiscono su due piani. Accanto a quello dell'attività di impresa, oggetto di specifica attenzione è anche il contratto. Nella prospettiva del legislatore europeo, infatti, l'investitore ha un ruolo attivo. Il raggiungimento dell'obiettivo regolatorio passa anche per la sua tutela; nella specie, per il riconoscimento della rilevanza giuridica del suo interesse a effettuare un investimento sostenibile. Di questo interesse l'ordinamento si fa carico, predisponendo una serie di misure che ne garantiscano la migliore attuazione.

Si è già menzionato l'obbligo di tenere in considerazione i fattori di sostenibilità nella fase di produzione, gestione e distribuzione del prodotto finanziario. In questa direzione va la Direttiva 2021/1269, che impone agli Stati membri di adottare provvedimenti affinché le imprese di investimento identifichino «a un livello sufficientemente granulare il mercato di riferimento potenziale per ogni strumento finanziario» e specifichino «il/i tipo/i di cliente le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi, compresi eventuali obiettivi legati alla sostenibilità, sono compatibili con lo strumento finanziario».

Ci sono poi gli obblighi di informazione, attivi e passivi, sulle caratteristiche di sostenibilità del prodotto di investimento. Infine, uno spazio ai fattori di sostenibilità è riservato nell'ambito delle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza. Le due valutazioni, seppure con portata differente, sono prodromiche alla esecuzione dell'ordine da parte dell'intermediario. Classicamente dirette ad accertare la corrispondenza tra il profilo di rischio dell'investitore e la tipologia di investimento, con le ultime modifiche si arricchiscono di un nuovo elemento di giudizio, dato dalle inclinazioni del cliente a effettuare un investimento sostenibile[25].

Evidente è dunque l'impatto di queste discipline sul rapporto di investimento. Esse, in particolare, consentono di reputare particolarmente qualificato, nella specie dal lato qualitativo, l'oggetto del contratto. Sebbene non si sia di fronte a una vera e propria ipotesi di incidenza di un interesse generale su uno degli elementi essenziali del contratto, sembra nondimeno che il carattere della sostenibilità, alla cui emersione

25 Va ricordata, inoltre, la Direttiva 2024/825 sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione, che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE. Questa Direttiva riconduce alle pratiche commerciali ingannevoli anche «le pratiche che contengono informazioni false o ingannevoli sulle caratteristiche di sostenibilità di un prodotto o comportino la formulazione di un'asserzione ambientale relativa a prestazioni ambientali future senza includere impegni chiari, oggettivi, pubblicamente disponibili e verificabili stabiliti in un piano di attuazione dettagliato e realistico che includa obiettivi misurabili e con scadenze precise come pure altri elementi pertinenti necessari per sostenerne l'attuazione, come l'assegnazione delle risorse, e che sia verificato periodicamente da un terzo indipendente, le cui conclusioni sono messe a disposizione dei consumatori».

l'interesse regolatorio tende, qualifichi, cioè penetri particolarmente l'oggetto. Con la conseguenza che dovrebbe discorrersi di inadempimento, qualora il cliente abbia interesse ad acquistare uno strumento finanziario sostenibile e l'intermediario non offra uno strumento in linea con le sue aspirazioni.

Pure a fronte di tale rinnovato quadro normativo, tuttavia, il ruolo degli strumenti di *private enforcement* pare destinato a rimanere recessivo rispetto a quello che potrebbero svolgere gli strumenti di *pubblic enforcement*. Le ragioni sono diverse. Le principali sono la non necessaria corrispondenza tra qualità (sostenibile) e redditività dello strumento finanziario; ancora, la difficoltà di rendere autonoma la valutazione sulla qualità rispetto a quella sulla redditività.

In via preliminare, va detto che il sistema di tutele è costruito diversamente nel TUB e nel TUF. Mentre nel primo, molte norme imperative, pure quando impositive di obblighi di condotta, esprimono interessi generali afferenti all'ordine pubblico di direzione direttamente collegabili alle ragioni del mercato, nel secondo, la maggioranza delle previsioni esprime interessi afferenti all'ordine pubblico di protezione. Di conseguenza, nel Testo unico bancario sono frequenti le ipotesi in cui è la stessa disposizione normativa a indicare il rimedio applicabile per il caso della sua violazione, costruendo altresì la reazione in una logica di deterrenza. Nel Testo unico finanziario, al contrario, quasi mai il corpo normativo prevede il rimedio. L'individuazione della reazione alla violazione delle regole, per lo più di condotta e ispirate – si ripete – all'ordine pubblico di protezione, è perciò rimessa all'interprete, finendo così con il dipendere dal modo nel quale è costruito il potere negoziale dell'intermediario.

In altre parole, nella parte del Testo unico finanziario dedicata alla relazione tra intermediario e cliente – e nel Regolamento Consob, che ne specifica i precetti – la disciplina del rapporto è in prevalenza orientata dall'interesse generale a che l'intermediario curi nel miglior modo l'interesse dell'investitore. Su questo piano, la disposizione cardine è contenuta nell'art. 21 Tuf, il quale dispone che «nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati». Vero è che la tutela del cliente resta strumentale al perseguimento dell'obiettivo regolatorio; vero è anche però che l'interesse generale che spinge verso di esso spesso si mantiene estraneo alla *ratio* delle previsioni impositive degli obblighi di condotta, non impattando sul bilanciamento degli interessi nel rapporto contrattuale.

Corollario di quanto osservato è che nei mercati finanziari, gli strumenti di *private enforcement* svolgono un ruolo importante di ausilio nel raggiungimento degli scopi di regolazione soprattutto quando sono utilizzati per sanzionare, nell'ambito della relazione tra intermediario e cliente, la violazione di obblighi di organizzazione inerenti all'attività di impresa. È il caso, ad esempio, degli obblighi imposti dalla disciplina sulla *product governance* la cui violazione, a date condizioni, è stata riconosciuta rilevante anche nel rapporto contrattuale, conducendo alla qualificazione della condotta

dell'intermediario in termini di inadempimento.

Nelle altre ipotesi – ossia quando a essere violata è una disposizione direttamente riferibile al rapporto – il rimedio privatistico, quasi sempre nella logica della giustizia del rapporto, viene utilizzato o per sanzionare un comportamento abusivo dell'intermediario (come accaduto con la nullità per difetto di causa cui è ricorsa la giurisprudenza in tema di *interest rate swap*)[26] o per ristorare un danno subito dal cliente in ipotesi di violazione di obblighi di informazione (come è stato con il risarcimento del danno e la risoluzione del singolo contratto di investimento; rimedi ai quali ha fatto appello la stessa giurisprudenza quando ha reputato che la violazione si fosse tradotta in un adempimento contrattuale rilevante[27]).

Sulla costruzione di questi rimedi, il diverso peso attribuito al principio costituzionale di tutela del risparmio è stato condizionante. Ciò, laddove il riflesso delle differenti scelte interpretative fatte è apprezzabile anzitutto sul piano della ampiezza/estensione delle tutele più che su quello della relativa ispirazione. In particolare, soltanto chi ha letto l'art. 21 Tuf unitamente all'art. 47 Cost., abbandonando la classica costruzione del potere di autonomia che fa perno sulla dicotomia tra libertà e autorità nella logica dell'art. 41 Cost., ha qualificato la posizione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato, giungendo ad attribuirgli, in quanto titolare di un potere/dovere, il dovere generale di cooperare con il cliente, a prescindere dalle qualità soggettive di quest'ultimo e dalla tipologia di servizio, ai fini della cura del suo stesso interesse[28].

L'emersione dell'interesse del cliente a effettuare un investimento sostenibile, la cui tutela nella prospettiva del regolatore è strumentale a orientare i capitali privati verso imprese c.dd. *green*, sembra spostare ben poco rispetto al quadro appena delineato, confermando il ruolo ancillare degli strumenti di *private enforcement*. Considerate la centralità nell'attuale architettura normativa della tutela del cliente, che sottende l'interesse generale alla tutela del risparmio, e la relativa posizione di strumentalità rispetto all'obiettivo regolatorio della stabilità del sistema finanziario, diventa arduo,

26 La prima in ordine di tempo è stata App. Milano, 8 settembre 2013, n. 3459, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 1, p. 295 s.

27 Tra le altre Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, p. 293 ss.; Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, in *dejure*; Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, *ivi*; Cass., 26 ottobre 2015, n. 21711, in *Guida dir.*, 2016, p. 59.

28 Sulla costruzione della posizione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato v. R. Di Raimo, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, spec. 55 ss.; Id., *Dopo la crisi, come prima e più di prima. (Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti. Le condotte e i contratti*, Milano, Giuffrè, 2013, 37 ss.; Id., *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale, a valle delle crisi d'inizio millennio*, in *Giust. civ.*, 2015, 1106 ss.; Id., *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., p. 322 ss. In altra prospettiva, qualifica parimenti in termini di ufficio l'agire dell'intermediario D. Maffeis, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, p. 779 ss. Id., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in Id. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 3 ss.

con gli strumenti di *private enforcement* a disposizione, comporre gli interesse del singolo investitore a effettuare un investimento sostenibile e al contempo redditizio[29].

Supponiamo che l'intermediario offra al cliente un prodotto che non è in linea con le sue preferenze di sostenibilità. Fermato l'obbligo di cura gravante sul primo, isolare l'interesse dello stesso cliente a investire i propri danari in uno strumento finanziario qualitativamente connotato dovrebbe portare a qualificare la condotta dell'intermediario o in termini di abuso o di eccesso, così ricavando la nullità o l'inefficacia dell'atto di investimento[30], oppure alla stregua di un inadempimento che potrebbe giustificare la risoluzione del contratto di investimento[31]. Tutto questo, pure quando l'operazione sia stata redditizia.

Sia la nullità, sia la risoluzione rappresentano però soluzioni poco efficiente per il mercato, che potrebbero andare anche a detrimento dello stesso interesse del cliente, a meno che non si ipotizzi una nullità azionabile a suo esclusivo interesse, la quale tuttavia, a sua volta, potrebbe esporre al rischio di comportamenti opportunistici. L'unica opzione disponibile resta in definitiva l'obbligazione risarcitoria, quantificabile in ragione della funzione che le è propria, la quale, al netto di futuri interventi normativi, è funzione soltanto compensativa.

6. Conclusioni.

Sul piano della effettività delle discipline sulla sostenibilità nei mercati bancario e finanziario, gli strumenti di *private enforcement* svolgono, dunque, un ruolo residuale.

Un'ulteriore conferma si può forse trovare nella Direttiva (UE) 2024/1760, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (c.d. Direttiva *due diligence*). È noto che la sua entrata in vigore è stata salutata con grande euforia nella convinzione della relativa capacità di impattare, *funditus*, sulla sistemazione del diritto societario. Questa Direttiva infatti impone obblighi specifici alle imprese, volti a evitare o ridurre gli eventuali impatti negativi derivanti dalla loro attività, da quella delle società controllate e dei partner commerciali (diretti o indiretti) sull'ambiente e sui diritti umani. Incide, nella sostanza, sulla c.d. catena di valore.

Senza considerare la proposta di modifica della Commissione europea attualmente pendente e contenuta nel c.d. pacchetto *omnibus*, che ne alleggerisce in modo assai

29 Affronta la questione A. Carrisi, *Il ruolo degli strumenti finanziari ESG nella transizione eco-sostenibile dell'economia*, in *Contratto impr. eur.*, 2022, p. 363 ss.; Id., *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, p. 1 ss.

30 Così dovrebbe essere se si qualifica la posizione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato: per tutti, R. Di Raimo, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., p. 55 ss.

31 Aderendo alla giurisprudenza che individua nella risoluzione del contratto di investimento e nel risarcimento del danno i rimedi principali per l'ipotesi di violazione degli obblighi di informazione o di valutazione dell'adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio del risparmiatore: v. le pronunce citate alla nota 27.

significativo la portata, il ruolo secondario di questa Direttiva nell'ambito dei mercati bancario e finanziario è apparso chiaro già all'indomani della sua approvazione da parte del COREPER.

Nel considerando n. 51 si afferma in modo esplicito che le imprese finanziarie regolamentate sono soggette agli obblighi relativi al dovere di diligenza solo per la parte a monte delle loro catene di attività. Quindi: le imprese finanziarie sono obbligate all'adempimento degli obblighi di *due diligence* anzitutto con riferimento alla propria attività, alla attività delle loro filiazioni e dei loro partner commerciali. Restano esclusi pertanto i rapporti a valle; ossia i rapporti con i clienti, i quali non sembrano potere entrare nella nozione di catena di attività.

Alla chiara delimitazione del suo ambito applicativo si aggiunge anche una regolamentazione dello strumento risarcitorio che ne attenua di molto la forza deterrente.

Segnatamente, l'art. 29 della Direttiva (prima versione) stabilisce che «gli Stati membri provvedono a che una società possa essere ritenuta responsabile di un danno causato a una persona fisica o giuridica, a condizione che: a) la società non abbia ottemperato, intenzionalmente o per negligenza, agli obblighi di cui agli articoli 10 e 11, quando il diritto, il divieto o l'obbligo elencato nell'allegato alla presente direttiva sia inteso a tutelare la persona fisica o giuridica; e b) a seguito dell'inosservanza di cui alla lettera a), sia stato causato un danno agli interessi giuridici della persona fisica o giuridica che sono tutelati dal diritto nazionale». Aggiunge poi che «una società non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato solo dai suoi partner commerciali nella sua catena di attività».

Ebbene, l'illecito, alla rimozione degli effetti negativi del quale il rimedio risarcitorio dovrebbe essere rivolto, è costruito, nella più classica delle tradizioni, come illecito soggettivo. I criteri di imputazione del rischio derivante dallo svolgimento dell'attività continuano a essere rappresentati, cioè, dalla colpa e dal dolo.

Fermato questo profilo di disciplina, ciò che ancora di più sembra svilire la portata della Direttiva è l'esclusione della responsabilità delle società nelle ipotesi in cui non abbiano concorso con i partner commerciali alla causazione del danno. Che significa, in altre parole, avere rinunciato ad attribuire alle società (anche bancaria) una posizione di garanzia rispetto all'attività svolta dai relativi partner.

È oggi pendente una Proposta di modifica della Direttiva sulla *due diligence*, che ne limita ulteriormente l'ambito applicativo, alleggerendo tra l'altro gli obblighi imposti alle imprese e riducendo il novero delle società cui essa dovrebbe applicarsi. Questa Proposta incide profondamento anche sulla stessa disciplina della responsabilità civile, prevedendo l'eliminazione dell'attuale art. 29: si rinuncia a una disciplina uniforme per rinviare ai singoli diritti nazionali degli Stati membri, specificando altresì che, di là dalla scelta effettuata su questo piano da ciascun Paese dell'Unione, «*victims are able to receive full compensation, which should be granted in accordance with the principles of*

effectiveness and equivalence, while balancing this through safeguards should prevent against overcompensation».

Guardando alla seconda ondata di provvedimenti dell'Unione Europea, sembra che la attuale tendenza del legislatore – e ciò vale ben oltre i mercati bancario e finanziario – sia ridurre l'impatto del processo di transizione, specie in termini di oneri economici, sulle imprese e, in particolare, su quelle piccole e medie. Il pacchetto *omnibus* di recente approvazione contiene anche una proposta di modifica della Direttive UE 2022/2464 sulle rendicontazioni di sostenibilità, che parimenti va nella direzione di limitarne il relativo ambito applicativo. Ed è recente la notizia di un possibile ritiro della Direttiva UE 2024/825 sul *green washing*.

Senza dubbio l'adeguamento dei modelli produttivi ai nuovi *standard* di sostenibilità rappresenta un costo. Un costo per le imprese, che rischia anche di ricadere sui consumatori. Diversi settori produttivi hanno difficoltà ad allinearsi, opponendo un quasi certo tracollo finanziario. A ciò si aggiunga che nell'attuale realtà economica globalizzata, l'assenza di consenso politico di una parte mondo, rischia di rendere inutili i sacrifici fatti dall'altra. E le scelte che la transizione presuppone sono anzitutto scelte politiche, di compromesso tra i diversi interessi in gioco.

Il Piano di azione della Commissione sul *Green deal*, assieme agli atti normativi e regolatori che si sono susseguiti, hanno convinto molti che nell'idea del legislatore europeo il processo di transizione dovesse passare per la funzionalizzazione dell'impresa e dell'autonomia negoziale. Idea che, oggi, sta rivelando tutta la sua fragilità[32]. Anche a fronte di ciò che appare una brusca frenata da parte delle Istituzioni europee, l'unica certezza è che ai fini del compimento di questo processo la prevalenza vada data agli strumenti di *public enforcement* rispetto a quelli di *private enforcement*. Il mutamento del sistema economico necessita infatti anzitutto di incentivi pubblici.

Stingendo sui mercati bancario e finanziario, è oramai chiaro che rispetto a essi la distinzione tra diritto pubblico e diritto privato è quanto mai sfumata[33]. Come sfumata appare in ultima analisi la stessa distinzione da *private* e *public enforcement*, la quale, come dimostra quanto detto, non può essere costruita in ragione della natura degli interessi tutelati: privati, nel primo caso; pubblici nel secondo. Anche gli strumenti di

32 Superfluo ripercorrere il noto dibattito che occupò la dottrina commercialistica italiana sui pericolo del concetto di impresa funzione. Basti qui menzionare la pagine classiche di G. Minervini, *Contro la funzionalizzazione dell'impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 618 ss. Va invece ricordato che gli interventi normativi di cui si scrive si inseriscono entro la cornice della economia sociale di mercato, espressione di costruzioni ideologiche molto distanti da quelle che hanno teorizzato l'impresa/funzione (sulle quali, seppure in prospettiva differente F. Denozza, *Spettri del mitico "ordo": diritto e mercato nel neoliberalismo*, in *Moneta e credito*, 2019, p. 327 ss.; M. Libertini, *Concorrenza*, in *Enc., dir., Ann.*, III, Milano, 2010, p. 191 ss.; Id., *A "Highly Competitive Social Market Economy" as a Founding Element of the European Economic Constitution*, in *Concorrenza e mercato*, 2011, p. 496).

33 Sul rapporto tra diritto pubblico e diritto privato nei mercati regolati v. le ampie osservazioni di B. Sordi, *Diritto pubblico e Diritto privato. Una genealogia storica*, Bologna, p. 211 ss.

private enforcement possono rivelarsi funzionali al perseguimento di interessi generali; con riferimento ai contratti bancari e finanziari, di interessi regolatori. E, anzi, si rivelano più efficaci in ottica di deterrenza esattamente quando il rimedio è costruito sulla base dell'interesse generale di volta in volta perseguito, fuggendo dalla classica logica della riconduzione a equilibrio del rapporto.

Pure per questi mercati vale nondimeno quanto detto in linea più generale. Senza un adeguato piano di incentivi (pubblici) e sanzioni (parimenti pubbliche) il progetto di traghettare i capitali privati verso investimenti sostenibili rischia di arenarsi sul nascere[34].

34 R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 6 ss.

Le polizze assicurative contro gli eventi catastrofali alla luce del D.M. 30 gennaio 2025, n. 18

GIOVANNI BERTI DE MARINIS
Professore associato di Diritto dell'economia
Università degli Studi dell'Aquila

SOMMARIO: 1. Catastrofi naturali e mercato assicurativo. - 2. La particolare declinazione dell'obbligo assicurativo nelle disposizioni sui rischi catastrofali. – 3. Eventi catastrofali ed individuazione dei beni oggetto di copertura obbligatoria. – 4. La declinazione dell'obbligo assicurativo nel caso di immobilizzazioni di proprietà di terzi ma impiegate stabilmente nell'attività di impresa. – 5. L'etero-conformazione dei contratti di assicurazione sui rischi catastrofali ed i limiti di indennizzo. – 6. Considerazioni conclusive con riferimento ai profili sanzionatori.

1. Catastrofi naturali e mercato assicurativo

La gestione assicurativa dei rischi catastrofali ha da sempre messo a dura prova la scienza statistico-attuariale sulla quale le imprese di assicurazione fondano la loro capacità di neutralizzare i rischi che assumono. Trattandosi infatti di rischi caratterizzati da una tendenziale scarsa frequenza, dalla produzione di effetti nefasti su aree geografiche localizzate e dall'estrema significatività economica dei danni dagli stessi derivanti, tali eventi hanno sempre reso difficile la creazione di una mutualità che, per dimensioni, fosse idonea a permettere una gestione ordinaria di tale segmento di mercato[01].

Non è un caso che, già nel codice civile, l'art. 1912 c.c. escludesse dalla copertura assicurativa i danni derivanti da eventi quali terremoti, insurrezioni, guerre, tumulti sal-

01 Preliminarmente v. P. CORRIAS, *Le coperture assicurative dei rischi catastrofali*, in *Sostenibilità Finanza Mercati e Ambiente, spunti di riflessione*, A. ANTONUCCI, S. CAVALIERE, A. DAVOLA e G. LUCHENA (a cura di), Bari, 2025, 228 ss. e, pur se con riferimento al rischio pandemico, ID., *La gestione dei rischi pandemici nei contratti assicurativi*, in *Resp. civ. prev.*, 2020, 1398 ss. Va segnalato come sul punto la crescente attenzione della stessa Autorità di vigilanza assicurativa. V., in tal senso, la Lettera al mercato del 6 agosto 2025 con la quale l'IVASS avvia la «Rilevazione sull'andamento dei prezzi delle coperture catastrofali».

vo espresso patto contrario[02]. La disposizione menzionata, lungi dall'avere rilievo solo sotto il profilo del rapporto contrattuale che lega l'impresa all'assicurato, svolgeva invece anche un importante ruolo per il corretto svolgimento dell'attività assicurativa. Va infatti segnalato che, in assenza di più stringenti regole che disciplinassero il mercato assicurativo – norme oggi ovviamente presenti -, le peculiari norme che regolavano – e tutt'ora regolano - il contratto di assicurazione nel codice civile svolgevano anche il compito di rendere più agevole la gestione e neutralizzazione dei rischi da parte dell'impresa di assicurazione che, nel caso di specie, imponeva l'assunzione di particolari cautele nel trasferimento di rischi tanto significativi[03]. Proprio tale rapporto osmotico fra contratto di assicurazione e mercato nel quale lo stesso opera[04], ha infatti supportato una lettura estensiva della disposizione volta a non considerare tassativa l'elencazione degli eventi catastrofali ivi indicati[05], per estendere invece il principio sancito dall'art. 1912 c.c. a tutti i rischi che presentassero le stesse caratteristiche oggettive di quelli espressamente elencati[06].

Tuttavia, la crescente esposizione delle moderne società ad eventi di tale natura, sovente direttamente collegati al cambiamento climatico in corso[07], hanno incentivato l'adozione di disposizioni che rendessero più agevole – e, come si vedrà, in alcuni casi obbligatorio – assumere coperture assicurative in relazione ai suddetti sinistri[08]. Tale rinnovata attenzione è stata senza dubbio sollecitata sia dalla necessità dello Stato di non dover sopportare gli ingenti costi derivanti dagli aiuti economici ai soggetti colpiti da eventi calamitosi, ma anche dall'opportunità di garantire agli stessi dei ristori adeguati ed immediati i quali, soprattutto se diretti a supportare attività economiche, avevano il non secondario effetto di garantire una pronta ripartenza delle attività pro-

02 Sul punto, in generale, E. Bottiglieri, *Dell'assicurazione contro i danni*, in *Comm. cod. civ.* Schlesinger, Milano, 2010, 200.

03 Si pensi, in questo senso e senza pretesa di esaustività, alle disposizioni che regolano le dichiarazioni inesatte o le reticenze o a principi quali quello dell'indivisibilità del premio. Si tratta di regole contrattuali funzionali a supportare la particolare attività di impresa portata avanti dalle assicurazioni. Per qualche ulteriore considerazione, si rinvia a G. Berti de Marinis, *Inadempimento dell'assicurato e principio di indivisibilità del premio*, in *Resp. civ. prev.*, 2020, 547 ss.

04 Sul rapporto fra contratto ed impresa nel mercato assicurativo, v. P. Corrias, *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 55; O. Clarizia, *Contratto di assicurazione, impresa e mercato: dialoghi tra passato (l'impresa requisito del contratto) e presente (nullità di protezione ed eteroregolamentazione)*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, 1211 ss.

05 Sosteneva la tassatività dell'elencazione degli eventi contenuta all'art. 1912 c.c., A. Donati, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, Milano, 1956, 159.

06 Per tale lettura estensiva, v. V. Salandra, *Delle obbligazioni* (artt. 1891 – 1932), *Comm. cod. civ.* Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1966, 333; P. Corrias, *La risposta assicurativa ai danni catastrofali*, in *Resp. civ. prev.*, 2024, 1140 s.

07 V. M. Frigessi di Rattalma, *L'assicurazione contro i danni da catastrofi naturali nel contesto delle politiche sul cambiamento climatico*, in *Fundamental rights*, 2024, 75 ss.

08 Cfr., D. Cerini, *Assicurazioni contro rischi di catastrofi naturali: profilature italiane dopo il Green Paper Ue*, in *Dir. fisc. ass.*, 2013, 464 ss.

duttive nelle zone colpite da eventi catastrofali[09].

Non è un caso che un primo intervento di tal genere si sia registrato a favore delle imprese della filiera agricola le quali, particolarmente esposte ad eventi naturali avversi[10], potevano beneficiare di un contributo statale sui premi delle polizze a copertura dei suddetti rischi a tutto vantaggio della stabilità dell'attività di impresa[11]. Sempre nell'ambito delle attività agricole, l'esigenza di coprire i danni derivanti da eventi catastrofali è stata ancora perseguita tramite l'istituzione del Fondo mutualistico nazionale per la copertura dei danni catastrofali meteoclimatici alle produzioni agricole causati da alluvione, gelo o brina e siccità che testimonia, ancora una volta, l'esigenza di mutualizzare determinati eventi nefasti al fine di creare mercati maggiormente stabili e performanti[12].

Fermo restando lo specifico regime che riguarda le imprese agricole – escluse infatti dall'ambito di applicazione delle disposizioni che di seguito si menzioneranno –, l'importanza della tematica è però riemersa con forza grazie alla l. 30 dicembre 2023, n. 213 (legge di bilancio per il 2024) che, all'art. 1, commi 101 ss.[13], ha introdotto l'obbligo di copertura assicurativa in capo alle imprese aventi sede legale in Italia o aventi una stabile organizzazione in Italia a fronte di rischi quali sismi, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni[14], delegando ad un Decreto ministeriale del Ministero dell'economia e delle finanze e del Ministero delle imprese e del *Made in Italy*, ulteriori modalità attuative e operative degli schemi di assicurazione nonché le modalità di individuazione degli eventi calamitosi e catastrofali suscettibili di indennizzo.

Se non vi sono dubbi sulla possibilità per chiunque sia portatore di un rischio di assicurarlo su base volontaria, l'emanazione del D.M. 30 gennaio 2025, n. 18, completando il quadro regolatorio di dettaglio relativo all'obbligo assicurativo per i rischi catastrofali, ha reso effettivo e cogente tale obbligo che, alla luce delle ulteriori modifiche introdotte per effetto del d.l. 31 marzo 2025, n. 29 convertito con modifiche con l. 27 maggio

09 Ampiamente, sul punto, S. Cavaliere, *Sostenibilità e assicurazione danni catastrofali*, in *Assicurazioni*, 2025, 77 ss.

10 Diffusamente, sul punto, S. Bolognini, *La gestione del rischio nella Politica Agricola Comunitaria (PAC): in particolare, gli strumenti per far fronte agli eventi catastrofali*, in *Assicurazioni*, 2023, 616 ss.

11 Si veda, in tal senso, il d.lg. 29 maggio 2004, n. 102 su cui v. A. Grasso, *Il sistema delle assicurazioni contro i rischi in agricoltura*, in *Dir. giur. agr. amb.*, 2005, 699 ss.; S. Landini, *Assicurabilità e indennizzabilità dei rischi catastrofali ambientali*, in *Assicurazioni*, 2013, 19 ss.; A. Candian, *Rischi della filiera agro-alimentare e diritto comparato delle assicurazioni*, in *Riv. dir. agr.*, 2019, 401 ss.

12 Si tratta della l. 30 dicembre 2021, n. 234, art. 1, commi 515 ss. Sulla gestione dei rischi in agricoltura, v. S. Landini, *Assicurazione del rischio in agricoltura*, in *Assicurazioni*, 2021, 539 ss.

13 P. Corrias, *La risposta assicurativa ai danni catastrofali*, cit., 1445 s.

14 S. Cavaliere, *Calamità naturali e assicurazione obbligatoria*, in *giustiziacivile.com*, 2024; L. Rodio Nico, *Il nuovo obbligo assicurativo per le catastrofi naturali*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2024, 259 ss.; S. Landini, *Assicurabilità e indennizzabilità dei rischi catastrofali ambientali*, in *Assicurazioni*, 2024, 22 ss.

2025, n. 79, impone quindi alle imprese di dotarsi di idonee coperture verso tali eventi calamitosi[15] e, così facendo, si pone sotto l'ombrello assiologico dell'art. 41 cost.[16]. Va subito segnalato come la decisione di introdurre un obbligo assicurativo nei termini che a breve si vedranno, rappresenta una scelta imposta all'interno di un segmento di mercato poco mutualizzato il quale, se lasciato in balia delle regole che disciplinano le assicurazioni volontarie, potrebbe generare fenomeni di "antiselezione" che aggraverebbero ulteriormente la già difficile assicurabilità degli eventi catastrofali[17].

2. La particolare declinazione dell'obbligo assicurativo nelle disposizioni sui rischi catastrofali

Volendo dunque soffermarsi sulle principali problematiche poste dalle disposizioni sopra menzionate, va in primo luogo sottolineata la coraggiosa scelta del legislatore di prevedere un obbligo assicurativo supportato da un obbligo a contrarre da parte delle imprese di assicurazione. Analogamente a quanto accaduto per l'rc auto – segmento, però, assolutamente non paragonabile a quello oggetto di indagine per caratteristiche dei rischi e per ampiezza della mutualità –, infatti, le imprese di assicurazione operanti nel ramo 8 danni non potranno, salvo le considerazioni che a breve si faranno, rifiutare la copertura di tali rischi[18] la cui assunzione, proprio per le caratteristiche brevemente enumerate al principio, potrebbe però compromettere significativamente la solvibilità delle stesse e, per l'effetto la loro sana e prudente gestione. Di tale eventualità è consapevole il legislatore sia nel richiamare – cosa di per sé ovvia – la possibilità per le imprese di assicurazione di assumere tali rischi in coassicurazione o in forma consortile

15 Va sul punto segnalato che la decorrenza dell'obbligo assicurativo viene fissata al 31 marzo 2025 per le grandi imprese, al 1 ottobre 2025 per le medie imprese ed al 31 dicembre 2025 per le piccole e microimprese.

16 Va tuttavia segnalato, come si specificherà in seguito, che risulta ancora centrale nelle dinamiche regolatorie la protezione del diritto di proprietà e della connessa integrità del patrimonio del proprietario dei beni colpiti dall'evento catastrofale a prescindere dalla funzione produttiva impressa a quei beni. Tale considerazione, soprattutto nelle ipotesi in cui i beni danneggiati o distrutti dall'evento catastrofale siano di proprietà di un terzo soggetto ma impiegati stabilmente nell'attività di impresa, pone potenzialmente un singolare contrasto fra le ragioni costituzionali cristallizzate dall'art. 41 cost. con quelle descritte, invece, dall'art. 42 cost.

17 Il fenomeno della selezione avversa si verifica quando solo i soggetti maggiormente esposti ad un determinato rischio ricorrono al sistema assicurativo. Ciò comporta il trasferimento di un numero inferiore di rischi e, soprattutto, il trasferimento solo di quei rischi che hanno maggiore probabilità di convertirsi in sinistri. Tale processo porta ad un significativo aumento dei premi che, a sua volta, allontana ulteriormente dal mercato assicurativo i soggetti meno esposti al rischio creando, di conseguenza, un circolo vizioso che rende ancor più difficile gestire tali rischi con tecnica assicurativa. Sul punto, v. M. Frigessi di Rattalma, *Verso un regime di assicurazione obbligatoria contro i danni da catastrofi naturali*, in *Copertura dei danni catastrofali e trasparenza delle polizze: le attuali sfide del mercato assicurativo*, P. Corrias, M. Frigessi di Rattalma e S. Landini (a cura di), Napoli, 2024, 23 s. Che questo sia uno dei rischi percepiti dallo stesso regolatore è testimoniato dall'art. 4, comma 3 del D.M. n. 18 del 2025.

18 L'art. 1, comma 107 della l. 30 dicembre 2023, n. 213 prevede che «Il rifiuto o l'elusione dell'obbligo a contrarre da parte delle imprese di assicurazione è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000 a euro 500.000».

al fine di condividere tali rischi con altri soggetti vigilati, sia nel mettere a servizio di tale "progetto" normativo la garanzia prestata da SACE Spa al fine di permettere una più efficace gestione di tale portafoglio rischi soprattutto in fase di avvio ed in attesa che si formi una mutualità più solida[19].

Oltre a tale necessario sostegno pubblico, che rappresenta un valido esempio di cooperazione pubblico-privato nella corretta gestione di rischi che possono impattare significativamente anche sui delicati equilibri di bilancio nazionali[20], la legge finanziaria per il 2024 ha tentato di mitigare la rigidità dell'obbligo a contrarre delegando al Decreto ministeriale la possibilità di modulare tale disponibilità delle imprese a contrarre anche sulla scorta della loro effettiva capacità di assumere nuovi rischi di tale natura[21]. Sotto tale profilo, il D.M n. 18 del 2025 incrocia le peculiarità dei rischi oggetto di trasferimento con le disposizioni che regolano il governo societario delle imprese di assicurazione e gli obblighi di reportistica sulle stesse gravanti[22]. Nel richiamare gli obblighi che incombono sul c.d.a. descritti dall'art. 29 *bis* cod. ass. e meglio specificati dall'art. 5 del Reg. IVASS 3 luglio 2018, n. 38, viene richiesto alle imprese di assicurazione operanti nel ramo 8 di individuare, i relazione a tale peculiare tipologia di rischi, la propria propensione al rischio in diretta relazione al fabbisogno di solvibilità e, tramite ciò, fissare i propri limiti di tolleranza al rischio[23], segnalando all'Autorità di vigilanza la propria eventuale impossibilità di assumere ulteriori rischi catastrofali nel caso di raggiungimento di quei limiti di tolleranza[24].

---

19 Ai sensi dell'art. 1, comma 108 della l. 30 dicembre 2023, n. 213 «la società SACE S.p.A. è autorizzata a concedere a condizioni di mercato, in favore degli assicuratori e riassicuratori del mercato privato, mediante apposita convenzione approvata con il decreto di cui al comma 105, una copertura fino al 50 per cento degli indennizzi a cui i medesimi sono tenuti a fronte del verificarsi degli eventi di danno dedotti in contratto e comunque non superiore a 5.000 milioni di euro per l'anno 2024 e, per ciascuno degli anni 2025 e 2026, non superiore all'importo maggiore tra 5.000 milioni di euro e le risorse libere, al 31 dicembre dell'anno immediatamente precedente, non impiegate per il pagamento degli indennizzi nell'anno di riferimento e disponibili sulla contabilità della sezione speciale del Fondo di cui al comma 110».

20 M. FRIGESSI DI RATTALMA, *Verso un regime di assicurazione obbligatoria contro i danni da catastrofi naturali*, cit. 28.

21 L'art. 1, comma 105 della l. 30 dicembre 2023, n. 213, prevede infatti che tramite Decreto ministeriale si individuino, fra le altre cose, «le modalità di coordinamento rispetto ai vigenti atti di regolazione e vigilanza prudenziale in materia assicurativa anche con riferimento ai limiti della capacità di assunzione del rischio da parte delle imprese».

22 Va segnalato come una parte della dottrina abbia già sottolineato come le disposizioni che disciplinano l'impresa di assicurazione avessero già tenuto in considerazione le problematiche inerenti le calamità naturali imponendo alle imprese dei rami danni di costituire una riserva di perequazione per rischi di calamità naturali avente la funzione di compensare nel tempo l'incerto andamento della sinistralità collegata a tali eventi. V., in tal senso, P. CORRIAS, *La risposta assicurativa ai danni catastrofali*, cit., 1442.

23 Sul ruolo del cda nella valutazione dei rischi e della solvibilità, v. S. DELL'ATTI e S. SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione. Regolamentazione, proporzionalità e gestione del cambiamento*, Padova, 2019, 193.

24 In questo senso, l'art. 5, comma 3 del D.M. n. 18 del 2025.

A ben vedere, non si tratta di una novità quanto, piuttosto, di una particolare modulazione dell'approccio *risk based* richiesto alle imprese di assicurazione[25] e che trova nella Valutazione interna dei rischi e della solvibilità di cui all'art. 30 *ter* cod. ass.[26] la manifestazione esterna dell'attenzione che l'industria assicurativa deve riporre non solo nella misurazione dei rischi ai quali l'impresa è esposta anche su base prospettica, ma anche nell'individuazione del contestuale fabbisogno di solvibilità che risulta necessario assicurare[27]. Sulla scorta di queste analisi, poi, l'impresa dovrà individuare la propensione al rischio (*risk appetite*) ed i limiti di tolleranza al rischio che la stessa può sopportare (*risk tolerance limits*)[28]. Tramite tale Valutazione l'impresa, dopo aver individuato le tecniche di gestione e di mitigazione dei rischi che intende adottare, sarà chiamata poi a quantificazione il proprio fabbisogno di solvibilità ponendosi in una prospettiva di medio e lungo termine[29]. Appare opportuno segnalare che già in tale fase viene richiesto all'impresa di assicurazione di adottare un approccio particolarmente prudente in relazione ai rischi significativi che andranno sottoposti a *stress test* in modo da verificarne il concreto impatto sulla solvibilità soprattutto in situazioni avverse[30]. Sulla scorta di tali analisi, quindi, l'impresa sarà chiamata a verificare l'adeguatezza del proprio livello di solvibilità alla luce della quantità e qualità delle proprie risorse finanziarie[31].

Come pare evidente, l'assolvimento di tali obblighi si risolve non già in una valutazione statica[32] ma, al contrario, in un vero e proprio processo continuo di autovalutazione da parte dell'impresa[33] supportato ulteriormente dall'obbligo di comunicare periodicamente all'Autorità competente i risultati emergenti da tale Valutazione con il precipuo

25 C. Dittmeier, *La governance dei rischi. Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, Milano, 2015, 71 ss. Su un approccio al rischio necessariamente dinamico, v. P. Manes, *La nuova normativa* Solvency II: corporate governance, *approccio al rischio e mercato assicurativo europeo*, in Contr. Impr., 2018, 261 ss.

26 Su cui v. S. Landini, *Art. 30* ter, in *Codice delle assicurazioni private*, *Appendice*, A. Candian e G. Carriero (a cura di), Napoli, 2018, 83 ss.

27 P. Manes, *La nuova normativa* Solvency *II:* corporate governance, *approccio al rischio e mercato assicurativo europeo*, cit., 27, la quale pone in rilievo che «fattori esterni – quali, ad esempio, cambiamenti delle condizioni economiche, del contesto giuridico di riferimento, del mercato assicurativo, degli aspetti tecnici che incidono sul rischio di sottoscrizione –, potrebbero avere un effetto negativo sul fabbisogno di solvibilità globale o sui fondi propri dell'impresa; pertanto, tali fattori devono essere identificati e tenuti in considerazione dall'impresa, unitamente alle misure da adottare per far fronte a condizioni economiche sfavorevoli».

28 S. Dell'Atti e S. Sylos Labini, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione. Regolamentazione, proporzionalità e gestione del cambiamento*, cit., 195.

29 Così il Regolamento IVASS n. 32 del 2016, art. 6, comma 1.

30 Cfr., Regolamento IVASS n. 32 del 2016, art. 6, comma 2.

31 V. Regolamento IVASS n. 32 del 2016, art. 6, comma 4.

32 C. Bernardino, *Solvency II implementation – beyond compliance*, Conferenza IVASS 2016, *The lounch of Solvency II*, Roma, 3 marzo 2016, in *www.ivass.it*, secondo il quale, l'ORSA non è uno strumento statico di valutazione dei rischi ma uno strumento dinamico.

33 Cfr., sul punto, le considerazioni di A.J. McNeil, R. Frey e P. Embrechts, *Quantitative Risk Management: Concepts, Technique and Tools*, Princeton, 2015, 25 s.

fine di rendere più agevole e penetrante la vigilanza[34]. Attraverso tale processo di autovalutazione, quindi, l'Autorità di vigilanza viene resa edotta non solo di come l'impresa di assicurazione e/o il gruppo assicurativo si collochi in relazione al rapporto rischio/solvibilità in chiave prospettica, ma anche delle misure che l'impresa e/o il gruppo intendono adottare per migliorare tale rapporto[35] risultando uno strumento di particolare rilievo nel flusso informativo da alimentare nei confronti dell'Autorità[36].

Tramite il D.M. n. 18 del 2025, quindi, si chiede espressamente alle imprese del Ramo 8 di fare particolare attenzione ai rischi catastrofali al fine di individuare la propria capacità assuntiva degli stessi e, nel mantenere il loro obbligo a contrarre, salvaguardare comunque la solvibilità necessaria a garantire a tutti i clienti – non solo a quelli che si assicurano avverso rischi catastrofali - le prestazioni assicurative concordate in caso di sinistro.

3. Eventi catastrofali ed individuazione dei beni oggetto di copertura obbligatoria

Se sotto il profilo soggettivo non sembrano residuare dubbi circa la portata dell'obbligo assicurativo[37], qualche difficoltà interpretativa potrebbe sorgere in relazione all'individuazione dei rischi oggetto di copertura obbligatoria e dei beni che devono essere necessariamente protetti dalla polizza. Il D.M. n. 18 del 2025, infatti, va a dettagliare gli eventi catastrofali già indicati all'art.1, comma 101 della l. 30 dicembre 2023, n. 213 che li individuava in sismi, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni.

Nelle definizioni riprese e specificate dal D.M. n. 18 del 2025, se non emergono particolari incertezza per quanto concerne la definizione di «sisma»[38], qualche spunto di riflessione sorge invece in relazione agli altri rischi.

In primo luogo, infatti, l'art. 3, lett. a) del D.M. n. 18 del 2025 unifica dal punto divista semantico i concetti di «alluvione», «inondazione» ed «esondazione» definendoli come

34 M. SIRI, *La centralità del governo societario nel sistema di Solvibilità II*, cit., 71 ss.

35 Lo puntualizza P. MANES, *La nuova normativa* Solvency II*:* corporate governance*, approccio al rischio e mercato assicurativo europeo*, cit., 275, la quale evidenzia che «l'ORSA rappresenta anche un'importante fonte di informazioni per le autorità di vigilanza, poiché le imprese di assicurazione e di riassicurazione sono tenute a descrivere i processi che hanno adottato per soddisfare i requisiti stabiliti da *Solvency* II attraverso *reporting* richiesti dalla normativa. Nell'intento del legislatore, tale adempimento non rappresenta un mero esercizio stilistico di produzione di *report* o di compilazione di formulari ma richiede la cooperazione di tutte le strutture aziendali per la raccolta di informazioni a tutti i livelli di impresa».

36 In questo senso, U. CUNIAL, Solvency *II: le novità del Regolamento IVASS n. 32/2016 (ORSA),* in dirittobancario.it.

37 V. *supra*.

38 L'art. 3, lett. b) del D.M. n. 18 del 2025 lo definisce come «sommovimento brusco e repentino della crosta terrestre dovuto a cause endogene, purché i beni assicurati si trovino in un'area individuata tra quelle interessate dal sisma nei provvedimenti assunti dalle autorità competenti, localizzati dalla Rete sismica nazionale dell'Istituto nazionale di geofisica e vulcanologia (INGV) in relazione all'epicentro del sisma».

«fuoriuscita d'acqua, anche con trasporto ovvero mobilitazione di sedimenti anche ad alta densità, dalle usuali sponde di corsi d'acqua, di bacini naturali o artificiali, dagli argini di corsi naturali e artificiali, da laghi e bacini, anche a carattere temporaneo, da reti di drenaggio artificiale, derivanti da eventi atmosferici naturali». Tale definizione individua quindi negli «eventi atmosferici naturali» i fattori che causano l'evento catastrofale qualificato quale «fuoriuscita d'acqua» da un bacino (anche artificiale). Ciò che conta, quindi, non è l'intensità dell'evento naturale né i danni derivanti direttamente dallo stesso[39] quanto, piuttosto, quelli che sono diretta conseguenza della «fuoriuscita d'acqua» dagli argini (naturali o artificiali) di un bacino o di una rete di drenaggio. Non risulteranno quindi coperti i danni direttamente derivanti da forti piogge, grandinate intense, trombe d'aria o forti raffiche di vento, ma solo ed esclusivamente quelli causalmente ricollegati alla «fuoriuscita d'acqua» generata dall'evento atmosferico.

In secondo luogo, qualche precisazione merita anche la definizione dell'evento «frana» il quale viene descritto dall'art. 3, lett. c) del D.M. n. 18 del 2025 quale «movimento, scivolamento o distacco rapido di roccia, detrito o terra lungo un versante o un intero rilievo sotto il profilo della gravità, scoscendimento di terre e rocce anche non derivante da infiltrazioni d'acqua». Il fatto che si richiami la "rapidità" dell'evento, esclude alla radice che possano rientrare nella descrizione di tale avvenimento catastrofale le ipotesi, molto frequenti in realtà, nelle quali la «frana» si concretizzi in uno scivolamento lento ed inesorabile del terreno e, pertanto, graduale. In tali ipotesi, non ci troveremmo di fronte ad un evento catastrofale che rientrerà nella copertura obbligatoria[40].

Con portata più generale, va inoltre sottolineato che sismi, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni, per come definite nel dettaglio dal D.M. n. 18 del 2025, sono per legge qualificati come eventi catastrofali[41] e, tutto ciò, consente all'interprete di prescindere dal dover indagare caso per caso se, dal punto di vista della dimensione geografica o dell'estensione dei danni, gli stessi abbiano avuto effettivamente una portata non circoscritta ad un esiguo numero di soggetti coinvolti. Si ritiene, cioè, che si debba in questo caso accantonare la definizione comune di "catastrofe" o di "calamità" naturale quale evento di portata collettiva che genera danni ingenti su vasta scala, per acco-

39 Non dovrebbero quindi rientrare nella copertura obbligatoria i danni derivanti da piogge di particolare intensità, grandine, o venti particolarmente forti che determinino danni ai beni oggetto di copertura.

40 Sul punto, v. le considerazioni di S. De Polis, *L'assicurazione obbligatoria delle imprese per danni da catastrofi naturali*, Relazione al Convegno di studi «*L'assicurazione dei rischi catastrofali*», La Sapienza Università di Roma, 12 febbraio 2025, in www.ivass.it, 5 ove evidenzia, in relazione all'evento «frana», che «è incluso nella copertura assicurativa l'evento che si manifesta in maniera "rapida", ma non il movimento, scivolamento o distacco "graduale" di roccia, detrito o terra. Si tratta di una scelta richiesta dalla tecnica assicurativa che, come noto, si basa sul principio dell'aleatorietà dell'evento, ossia, che per assicurare un rischio deve esservi incertezza in merito al suo verificarsi; nello scivolamento o distacco graduale di roccia l'evento avverso non è più incerto in quanto è già parzialmente avvenuto anche se i suoi effetti non si sono ancora del tutto manifestati».

41 In questo senso si esprime la l. n. 213 del 2024, all'art. 1, comma 101.

gliere, invece, la definizione normativa di tali lemmi per come descritti dall'apparato regolatorio sopra richiamato[42].

Per quanto concerne poi l'identificazione dei beni oggetto di copertura, questi vengono individuati nelle immobilizzazioni di cui all'art. 2424, comma 1, Sezione attivo, voce B-II, nn. 1, 2, e 3 c.c. a qualsiasi titolo impiegate per l'esercizio dell'impresa. Rientrano quindi fra tali beni i terreni, i fabbricati, gli impianti ed i macchinari nonché le attrezzature industriali e commerciali (attrezzi, utensili, macchinari e mezzi non iscritti al PRA)[43]. Non rientrano invece nei beni oggetto di copertura obbligatoria né quelli che compongono il magazzino[44], né i macchinari iscritti al PRA cosa che impone di modulare la portata dell'obbligo assicurativo in funzione della tipologia di impresa che richiede la copertura. Per le attività di impresa che richiedono il mantenimento di un magazzino particolarmente consistente in termini di valore[45] o che utilizzino mezzi per i quali è richiesta l'iscrizione al PRA[46], l'obbligo assicurativo avrà un impatto poco significativo in termini di benefici attesi in caso di evento catastrofale.

4. La declinazione dell'obbligo assicurativo nel caso di immobilizzazioni di proprietà di terzi ma impiegate stabilmente nell'attività di impresa

I beni sopra descritti, poi, devono essere assicurati da parte dell'imprenditore in tutti i casi in cui siano impiegati «a qualsiasi titolo» per l'esercizio dell'impresa rendendo evidente come tale obbligo di copertura graverà anche sui beni che non sono di proprietà dell'imprenditore ma di cui lo stesso ha la disponibilità purché rientranti, ovviamente, nella categoria delle immobilizzazioni di cui sopra. Tale scelta, che parrebbe del tutto in linea con le finalità perseguite dalle disposizioni che, ad una valutazione epidermica, sembrerebbero introdurre un obbligo assicurativo fortemente orientate a dare all'imprenditore la possibilità di riattivare prontamente la propria impresa a seguito di eventi catastrofali ripristinando le immobilizzazioni utili all'attività produttiva, pone però non secondari problemi interpretativi circa le modalità con cui articolare il rapporto assicurativo ove le immobilizzazioni siano di proprietà di terzi[47].

Partendo dai dati normativi, va in primo luogo sottolineato come l'obbligo assicurativo graverà sempre sull'imprenditore anche se i beni oggetto di copertura sono di proprietà di terzi ma solo ove le suddette immobilizzazioni non siano già oggetto di ade-

42 Riflette sulla definizione di calamità G. LUCHENA, *Aiuti pubblici e vincoli comunitari*, Bari, 2006, 77 ss.

43 V. art. 1, comma 1, lett. b del D.M. n. 18 del 2025.

44 Ancora S. DE POLIS, *L'assicurazione obbligatoria delle imprese per danni da catastrofi naturali*, cit., 3.

45 Si pensi all'attività di natura commerciale o della distribuzione.

46 Si pensi alle imprese che effettuano attività di trasporti e logistica.

47 S. DE POLIS, *L'assicurazione obbligatoria delle imprese per danni da catastrofi naturali*, cit., 3 ove precisa che «in questo caso i contratti assicurativi dovranno opportunamente disciplinare obiettivi, forme, modalità e beneficiari dei risarcimenti».

guata copertura assicurativa contratta dal proprietario[48]. Ove dovesse provvedere l'imprenditore, però, si pone il problema della corretta individuazione del destinatario della prestazione assicurativa che è sì ontologicamente collegata ai danni subiti dal bene danneggiato o distrutto dall'evento catastrofale, ma che dovrebbe anche essere funzionalmente collegata alla rapida ripartenza dell'attività imprenditoriale. Appare particolarmente importante sottolineare il nesso sussistente fra il bene di proprietà del terzo e l'esercizio dell'attività di impresa tanto da far emergere come il "valore" compromesso dall'evento catastrofale non sia tanto collegato alle prerogative del proprietario ma, piuttosto, all'uso che di quel bene fa l'imprenditore. Dall'altro lato, però, deve anche tenersi in considerazione l'esigenza di evitare che valutazioni di opportunità da parte dell'imprenditore possano compromettere il ripristino/riparazione dei beni colpiti dal sinistro. Ciò accadrebbe, ad esempio, nelle ipotesi in cui l'imprenditore dovesse beneficiare della prestazione assicurativa per i danni sofferti alle immobilizzazioni di proprietà di terzi ma ritenesse non conveniente continuare la propria attività di impresa, almeno nell'immediatezza, nel luogo interessato dall'evento calamitoso perdendo, così, interesse alla ricostruzione, rimpiazzo o ripristino dell'immobilizzazione[49].

Tali distinti interessi hanno spinto il legislatore ad intervenire sul punto con il d.l. 31 marzo 2025, n. 39 che, come convertito con modifiche dalla l. 27 maggio 2025, n. 78, stabilisce all'art. 1, comma 3 *sexies* che, in tali casi, «l'indennizzo spettante è corrisposto al proprietario del bene. Il proprietario è tenuto a utilizzare le somme per il ripristino dei beni danneggiati o periti o della loro funzionalità. In caso di inadempimento dell'obbligo di cui al terzo periodo, l'imprenditore ha comunque diritto a una somma corrispondente al lucro cessante per il periodo di interruzione dell'attività di impresa a causa dell'evento catastrofale, nel limite del 40 per cento dell'indennizzo percepito dal proprietario»[50]. Si tratta di una disposizione che dimostra di dare prioritaria protezione all'integrità del diritto di proprietà salvaguardandolo anche a scapito della prosecuzione dell'attività di impresa. Tale scelta fa quindi assumere alla vicenda assicurativa le sembianze dell'assicurazione per conto altrui nella quale, ai sensi dell'art. 1891, comma 2 c.c., i diritti derivanti dal contratto spettano all'assicurato[51]. Ed infatti, il proprietario del bene funzionale allo svolgimento dell'impresa esercitata da terzi soggetti è, in tale prospettiva, il soggetto portatore del rischio ed assume, quindi, le vesti dell'assicurato. Vero è che su tale soggetto graverà l'obbligo di destinare l'indennizzo al ripristino del bene ma, ove decidesse di non farlo, dovrà soltanto riconoscere un indennizzo all'im-

48 In questo senso depone l'art. 1 bis, comma 2 del d.l. 19 ottobre 2024, n. 155, convertito con modifiche dalla l. 9 dicembre 2024, n. 182 e l'art. 1, comma 1, lett. b) del D.M. n. 18 del 2025.

49 Si pensi all'ipotesi di una vasta area interessata da un evento sismico di significativa entità che, colpendo l'intero tessuto economico del cratere sismico, non renda più potenzialmente profittevole mantenere l'attività di impresa in quel luogo.

50 L'art. 1, comma 3 *sexies* del d.l. 31 marzo 2025, n. 39 modifica l'articolo 1 *bis*, comma 2, del d.l. 19 ottobre 2024, n. 155.

51 Ampiamente, sul punto, M. Mazzola, *L'interesse nel contratto di assicurazione. Teoria e problemi del tipo*, Napoli, 2025, p. 181 ss.

prenditore contraente per lucro cessante pari al 40% della prestazione assicurativa ricevuta[52].

La norma introduce, però, una serie di ambiguità interpretative. La prima, riguarda la liceità o meno della scelta del proprietario di non destinare l'indennizzo alla ricostruzione, al rimpiazzo o al ripristino dell'immobilizzazione oggetto di copertura una volta ricevuto l'indennizzo da parte dell'assicurazione. La norma, infatti, da un lato sembra introdurre l'obbligo di destinare la prestazione assicurativa a favore dell'impresa del contraente ma, subito dopo, sembra anche garantire copertura normativa alla scelta del proprietario di non farlo introducendo, in tal caso, l'obbligo per l'assicurato/proprietario di retrocedere al contraente il 40% dell'indennizzo a titolo di lucro cessante. Non è dunque chiaro né se tale somma sia dovuta a titolo di indennizzo (da fatto lecito) o di risarcimento (da fatto illecito), né se si tratti di una somma forfetaria o la stessa identifichi solo il limite massimo in relazione ad un danno da lucro cessante che dovrà comunque essere dimostrato da parte dell'imprenditore contraente sia nell'*an* che nel *quantum*.

Andando per esclusione, se la scelta del proprietario del bene assicurato di non destinare l'indennizzo al ripristino/riparazione del bene concretizzasse un fatto illecito foriero di un danno da lucro cessante per l'imprenditore contraente, non si vede per quale motivo limitare il risarcimento al 40% dell'indennizzo percepito e non garantire, invece, l'integrale risarcimento del danno. Tale considerazione farebbe dunque propendere per qualificare la scelta dell'assicurato di non ricostruire/rimpiazzare il bene quale un fatto lecito portatore, però, un danno forfetariamente indennizzato nella misura del 40% dell'indennizzo ricevuto dal proprietario[53]. L'obbligo di retrocedere all'imprenditore tale somma, oltre ad essere un elemento di ristoro per la maggiore difficoltà che incontrerà nel riattivare l'attività di impresa, rappresenterebbe anche uno "stimolo" indiretto per il proprietario assicurato a destinare l'indennizzo al ripristino/rimpiazzo del bene in modo da ristabilirne il valore economico e, tornando a destinare lo stesso all'attività di impresa, garantire la possibilità all'imprenditore contraente di riprendere rapidamente la propria attività economica.

Pure qualche dubbio genera la sorte dell'indennizzo nel caso di assicurazione stipulata dal proprietario su un bene proprio ma destinato all'attività di impresa altrui. In tal caso, come detto, non sussiste l'obbligo per l'imprenditore di assicurare l'immobilizza-

52 La disposizione, coerentemente con la ricostruzione di tali polizze secondo lo schema dell'assicurazione in favore di terzi, fa salvo il privilegio di cui all'art. 1891, comma 4 c.c. per il rimborso dei premi pagati all'assicuratore e delle spese del contratto nonché per la somma pari al 40% dell'indennizzo dovuta a titolo di lucro cessante nel caso in cui il proprietario assicurato non intenda destinare la prestazione assicurativa al ripristino, rimpiazzo o ricostruzione dell'immobilizzazione danneggiato o distrutta dall'evento catastrofale.

53 Non va trascurato che, nella ricostruzione proposta da parte del legislatore, il soggetto portatore del rischio è proprio il proprietario il quale, quindi, sarà portatore di un interesse prevalente rispetto a quello del contraente che, per l'appunto, contratta in favore di un terzo (il proprietario).

zione verso gli eventi catastrofali essendo quel bene già coperto da una polizza che si allinea alle caratteristiche sopra evidenziate. In tale circostanza, tuttavia, si tratterebbe di una polizza che il proprietario, quale contraente, stipula nel proprio interesse risultando portatore del rischio assicurato. In tali casi, quindi, contraente ed assicurato coincidono nel medesimo soggetto cosa che, logicamente, non rende estensibile in via interpretativa la disposizione di cui all'art. 1, comma 3 *sexies* del d.l. 39 del 2025 anche alla fattispecie in parola. Il contraente/assicurato, dunque, potrà destinare l'indennizzo alle finalità che riterrà più opportune e profittevoli disancorando completamente la vicenda assicurativa dall'attività di impresa. Tutto ciò, però, non rende comprensibile il perché si sia scelto di limitare l'obbligo assicurativo alle immobilizzazioni di cui all'art. 2424, comma 1, Sezione attivo, voce B-II, nn. 1, 2, e 3 c.c. Appare infatti evidente che se il legislatore ha inteso selezionare quei beni non è tanto per la natura oggettiva degli stessi quanto, piuttosto, per la funzione che gli stessi assolvono nell'attività di impresa. Disancorare completamente l'indennizzo dal ripristino delle condizioni *ante* sinistro nelle quali si trovava l'imprenditore colpito dall'evento catastrofale, rischia di vanificare in parte l'obiettivo perseguito dal legislatore.

Ciò lascia trasparire come ancora rimanga centrale nelle riflessioni del regolatore il peso che assume la protezione del diritto di proprietà, le prerogative che lo stesso riconosce al proprietario e l'integrità del patrimonio di tale soggetto da proteggere anche a prescindere dalle funzioni che quei determinati beni assumono all'interno delle attività economiche.

Se così stanno le cose, però, non si vede il senso di limitare l'obbligo assicurativo relativo agli eventi catastrofali alle sole imprese e solo ai beni sopra descritti. Se l'interesse protetto è il diritto di proprietà sui beni, infatti, risulterebbe allora maggiormente coerente estendere tali obblighi a tutti i soggetti magari circoscrivendolo ai beni di maggior valore o maggiormente esposti agli eventi catastrofali sopra descritti. Non è da escludere, però, che le disposizioni in parola siano una sorta di normativa pilota che ponga le basi per una futura estensione di tali obblighi assicurativi anche ad altri soggetti[54].

5. L'etero-conformazione dei contratti di assicurazione sui rischi catastrofali ed i limiti di indennizzo

Qualche cenno merita, ancora, il profilo delle limitazioni contrattuali dell'indennizzo dovuto a seguito dell'evento catastrofale. Tale aspetto risulta centrale proprio per individuare i confini entro cui l'impresa di assicurazione risulta obbligata verso l'assicurato all'interno di un segmento di mercato che, come detto al principio, appare caratterizzato da una scarsa mutualità e dalla presenza di oggettive difficoltà tecniche nella gestione di tale tipologia di rischi. Appare infatti evidente che, a prescindere dalle complesse regole che disciplinano l'attività assicurativa di gestione e neutralizzazione dei rischi,

54 Cfr., M. Frigessi di Rattalma, *Verso un regime di assicurazione obbligatoria contro i danni da catastrofi naturali*, cit. 29.

il contratto di assicurazione sia sempre il primo strumento giuridico che le imprese di assicurazione utilizzano per limitare e delimitare il rischio che assumono[55].

Va segnalato come, sul punto, vi sia una particolare attenzione da parte del D.M. n. 18 del 2025 nell'individuazione di vincoli all'autonomia negoziale che dovrebbero essere strumentali ad evitare che l'obbligo assicurativo venga aggirato *de facto* stabilendo limiti alle coperture tanto ampi da vanificarne gli effetti attesi in termini di protezione dell'assicurato. L'idea che la traslazione di tali rischi avvenga seguendo le regole del mercato[56] e che questa, quindi, debba transitare anche tramite il fisiologico articolarsi dell'autonomia negoziale, non vuol dire infatti lasciare alle parti la totale libertà di determinare il contenuto del contratto. Non è più trascurabile il fatto che il contratto stia progressivamente perdendo la sua originaria essenza di strumento rilevante solo nei rapporti fra i contraenti e che stia invece assumendo, con sempre maggiore insistenza, la dimensione più ampia di istituto in grado di incidere sulla corretta conformazione del mercato[57]. Il contratto diventa uno dei mezzi che l'ordinamento utilizza al fine di realizzare interessi che non sono più solo privati ma che, al contrario, richiamano anche obiettivi di natura collettiva e diffusa. Il D.M. n. 18 del 2025, tramite l'etero-conformazione di tale tipologia di polizze, si colloca proprio in tale visione dell'autonomia negoziale[58].

L'impostazione adottata dal regolatore è, in questo caso, quella di modulare la pervasività dei limiti in funzione del peso economico del soggetto assicurato probabilmente nella convinzione che contraenti di dimensioni rilevanti siano in grado da un lato, di sostenere una contrattazione ad armi pari con una impresa di assicurazione e, dall'altro, che abbiano una organizzazione tale da permettergli di internalizzare in parte tali rischi e di gestirli con tecniche para-assicurative anche in assenza di coperture assicurative

55 Sia concesso il rinvio a G. Berti de Marinis, *Responsabilità delle strutture sanitare e mezzi di gestione del rischio*, in *Actualidad juridica iberoamericana*, 2023, 299.

56 Lo è sicuramente in relazione alla determinazione del premio che varierà al variare del rischio al quale i beni oggetto di assicurazione sono esposti.

57 Si rinvia, sul punto, a G. Berti de Marinis, *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, Napoli, 2019, *passim* e diffusamente, da ultimo, A. Davola, *Eteronomia e contratti nei mercati finanziari*, Bari, 2025.

58 Nell'ambito dei contratti di assicurazione sono ormai numerosi gli interventi di natura etero-conformativa che avvengono tramite Decreti ministeriali su "delega", ovviamente, di una disposizione di rango primario. Si vedano, ad esempio, il D.M. 22 settembre 2016 sulle polizze per l'r.c. professionale degli avvocati ed il D.M. 15 dicembre 2023, n. 232 che detta i requisiti minimi relativi alle polizze per r.c. medica. In generale, sulla possibilità di incidere tramite Decreti ministeriali sull'autonomia provata, v. G. Berti de Marinis, *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, cit., 139 ss. e, con specifico riferimento alle polizze catastrofali, A. Davola, *Eteronomia e contratti nei mercati finanziari*, cit., 303 ss.

pienamente adeguate[59].

Per quanto riguarda la determinazione del massimale della polizza, infatti, questo deve ammontare all'intero valore dei beni assicurati per le imprese che assicurino immobilizzazioni per un valore pari o inferiore ad un milione di euro. Ove il valore dei beni assicurati risulti compreso fra un milione e trenta milioni di euro, invece, le parti potranno pattuire un massimale che non sia però inferiore al 70% della somma assicurata. Per le imprese che assicurino beni per un valore superiore a trenta milioni di euro, invece, permane l'obbligo di stipulare la polizza – e, con esso, quello di trasferire in parte il rischio derivante da eventi catastrofali -, ma il massimale sarà liberamente determinabile dalle parti non sussistendo nessuna limitazione di sorta[60]. Tale scelta, che sicuramente si giustifica da un punto di vista sistemico alla luce dell'esigenza di evitare che sinistri tanto significativi possano mettere in pericolo la solvibilità dell'impresa di assicurazione o, vista da altra prospettiva, di creare le condizioni affinché rischi tanto consistenti possano essere almeno in parte assicurati, lascia però in qualche perplessità. Va infatti segnalato, in primo luogo, che le grandi imprese risulterebbero in linea con l'obbligo assicurativo anche pattuendo in polizza massimali del tutto inadeguati e, dunque, generando un trasferimento pressoché irrilevante dei rischi catastrofali i quali verrebbero quasi integralmente internalizzati. Né può trascurarsi, in secondo luogo, come sia del tutto lecito dubitare della capacità di imprese anche di grandi dimensioni di valutare correttamente e gestire in autonomia rischi di tale portata. Basti sul punto ricordare che la gestione di tali eventi catastrofali genera non secondari problemi alle stesse imprese di assicurazione la cui attività è, per l'appunto, proprio quella di neutralizzare i rischi tramite tecniche di mutualità assicurativa. Sarebbe stato forse più opportuno, nel lasciare comunque un più ampio margine all'autonomia negoziale rispetto alle impresi dimensionalmente meno strutturate, stabilire comunque anche in tale ultimo caso un limite minimo al massimale in modo da determinare un adeguato trasferimento del rischio.

Le considerazioni critiche sopra riportate vengono confermate anche alla luce della disciplina degli scoperti[61] che, sposando la medesima filosofica normativa, lascia alle imprese che assicurino una somma pari o inferiore ai trenta milioni di euro la possibilità di pattuire uno scoperto che, però, non può superare il 15% del danno indennizzabile. Per quanto però riguarda le imprese che assicurino somme superiori ai trenta milioni

59 G. Berti de Marinis, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione di prodotti assicurativi*, in *Comm. cod. civ.* Cicu e Messineo, Milano, 2023, 58 ss. Si veda, pure, L. Velliscig, *Come garantire i danneggiati. Considerazioni sul ruolo dell'assicurazione e dell'autoassicurazione*, in *Annuario dir. comp. st. legisl.*, 2019, 539 ss.; L. Gasparini, *La disciplina dell'obbligo assicurativo*, in *San. pubbl. priv.*, 2023, 27 ss.; F. Onnis Cugia, *Riflessioni sulla tanto attesa efficacia dei profili assicurativi della legge Gelli-Bianco*, in *Assicurazioni*, 2024, 282 ss.

60 V. l'art. 7 del D.M. n. 18 del 2025.

61 Art. 6 del D.M. n. 18 del 2025. La disposizione menzionata riprende il disposto dell'art. 1, comma 104 della l. 213 del 2023.

di euro torna a riespandersi in tutta la sua portata il principio di autonomia negoziale garantendo la possibilità di pattuire qualunque percentuale di scoperto. Tale disposizione, unita alla possibilità per tale categoria di imprese di negoziare liberamente il massimale di polizza, conferma le perplessità circa la capacità di tali disposizioni di generare un sufficiente trasferimento del rischio e, dunque, una adeguata copertura per tale tipologia di sinistri se patiti da imprese di grandi dimensioni.

6. Considerazioni conclusive con riferimento ai profili sanzionatori

Come si è cercato di evidenziare, l'assicurabilità dei rischi catastrofali pone una molteplicità di problematiche tecniche e giuridiche che il legislatore e la dottrina[62] stanno cercando di affrontare nel meritorio tentativo di sensibilizzare il mercato verso la necessità di coprire, mediante uno sforzo che coinvolga congiuntamente il pubblico ed il privato, gli effetti nefasti di tali eventi.

Il ricorso al mercato assicurativo - ed alle dinamiche regole concorrenziali che lo caratterizzano - ha indubbiamente effetti positivi in tal senso essendo idoneo a generare una competizione fra le imprese di assicurazione al fine di acquisire un miglior piazzamento all'interno di un segmento di mercato che, proprio per effetto dell'introduzione dell'obbligo assicurativo, dovrebbe conseguentemente beneficiare di un significativo incremento della mutualità rendendo maggiormente gestibili tali rischi con tecnica assicurativa. Tutto ciò, unito al supporto pubblico che almeno in questa prima fase è stato assicurato, potrebbe rendere particolarmente appetibile l'assunzione di tali rischi soprattutto se l'intenzione del legislatore è quella di estendere l'obbligo assicurativo anche al di fuori degli ambienti imprenditoriali.

In quest'ottica, sicuramente merita apprezzamento il fatto di aver ribadito che la copertura di tali rischi debba avvenire applicando premi proporzionali al rischio e che, contestualmente, sia stato previsto un virtuoso meccanismo incentivante che dovrebbe determinare l'abbassamento del premio al ricorrere di condotte proattive da parte dell'assicurato nella prevenzione dei rischi catastrofali e nella protezione dei beni esposti agli stessi[63]. Tale atteggiamento appare fortemente orientato a stimolare la nascita di una cultura del rischio derivante da eventi catastrofali con effetti senza dubbio positivi in termini di mitigazione degli effetti avversi da quelli generati.

62 Si pensi al tema delle polizze parametriche, estraneo alla presente trattazione ma che emerge proprio in relazione alle assicurazioni avverso eventi atmosferici estremi, che sta generando un significativo dibattito dottrinale volto a ricostruire tale fattispecie ed indagarne la coerenza con le regole ed i principi generali che riguardano il contratto di assicurazione danni. Sul punto, senza pretesa di esaustività, v. R. Santagata, *Polizze assicurative parametriche (*o index based*) e principio indennitario*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 134 ss.; E. Locascio Aliberti, *Funzione indennitaria e irrilevanza del danno nelle polizze parametriche*, in *Riv. dir. impr.*, 2024, 577 ss.; G.P. Travaglino, *Le polizze* index based*: nuovi rischi, riassicurazione e danni catastrofali*, in *Danno resp.*, 2024, 161 ss.

63 In questo senso, v. l'art. 4, commi 1 e 2 del D.M. n. 18 del 2025. In dottrina, v. S. Cavaliere, *Sostenibilità e assicurazione danni catastrofali*, cit., 82 ss.

Rimane sullo sfondo il tema della sanzione che colpisce le imprese in caso di mancata stipula di adeguate polizze contro i rischi catastrofali dal momento che l'art. 1, comma 102 della l. 213 del 2024, prevede soltanto che di tale inadempimento «si deve tener conto nell'assegnazione di contributi, sovvenzioni o agevolazioni di carattere finanziario a valere su risorse pubbliche, anche con riferimento a quelle previste in occasione di eventi calamitosi e catastrofali». Non è chiaro però cosa si intenda, in concreto, per «tener conto» della mancata stipula della polizza e, quindi, se la violazione dell'obbligo assicurativo comporti una totale esclusione dalle agevolazioni pubbliche ovvero una sorta di penalizzazione nell'attribuzione delle stesse. Va però segnalato che lo schema di decreto legislativo che, in attuazione dell'art. 3, commi 1 e 2 lett. b) della l. 27 ottobre 2023, n. 160, recherà il Codice degli incentivi, stabilisce fra le cause di esclusione dal percepimento delle agevolazioni pubbliche anche la violazione dell'obbligo assicurativo stabilito dall'art. 1, comma 101 della l. n. 213 del 2024[64]. Pur trattandosi di uno schema di decreto legislativo che ancora non ha completato il suo *iter*, il dato appare rilevante quantomeno nel lasciar trapelare l'intenzione del legislatore di propendere, in caso di violazione dell'obbligo, per la totale privazione del beneficio pubblico. Tale rigoroso atteggiamento viene in parte confermato anche dai più recenti interventi ministeriali che tendono ad escludere la possibilità di percepire incentivi nel caso di violazione dell'obbligo assicurativo in parola[65].

Sulla stessa linea, da ultimo, vale la pena tornare brevemente sulle conseguenze che derivano dalla totale libertà lasciata alle grandi imprese di modulare massimali e scoperti in maniera totalmente autonoma negoziandoli direttamente con le imprese di assicurazione. Come sopra detto, ciò implica che tali assicurati saranno *compliant* rispetto all'obbligo assicurativo anche con la sottoscrizione di polizze che trasferiscano rischi minimi rispetto al valore delle immobilizzazioni assicurate cosa che, per ovvie ragioni, inciderà in termini di significativa diminuzione dei premi per tali soggetti. Questi, avendo *de facto* rispettato l'obbligo assicurativo anche se concludendo polizze del tutto inadeguate a garantire una sufficiente copertura assicurativa di tali rischi, potranno però beneficiare degli incentivi pubblici cosa che rende tale "sanzione", ricorrendo le circostanze di cui sopra, sicuramente poco efficace e scarsamente persuasiva.

Appare allora evidente, come segnalato da attenta dottrina, che la cogenza dell'"obbligo" assicurativo descritto dalle disposizioni di settore si regga, di fatto, sull'effetto deterrente che può generare il rischio di perdere il diritto a percepire incentivi di natura economico/finanziaria. Tutto ciò, però, trasforma di fatto tale "obbligo" assicurativo in quello che, giuridicamente, può essere definito più propriamente come un "onere" che,

64 Così l'art. 9, comma 1, lett. f) dello schema di decreto legge contenente il Codice degli incentivi.

65 Si veda, sul punto, il Decreto del Ministero delle Imprese e del *Made in Italy* del 18 giugno 2025 che individua una serie di incentivi preclusi alle imprese che non siano in linea con l'obbligo assicurativo relativo ai rischi catastrofali. Tale decreto, ovviamente, non esaurisce il ventaglio di tutti gli incentivi gestiti dal MIMIT né, tantomeno, quello degli incentivi gestiti da altri Ministeri. Il quadro risulta, dunque, ancora in corso di costruzione.

se correttamente assolto nelle forme sopra descritte, garantisce l'accesso a determinati benefici i quali sarebbero, in caso contrario, del tutto preclusi alle imprese che decidessero di non assicurarsi[66]. Si tratterebbe, quindi, di un approccio rimediale attenuato forse dettato dall'esigenza di non appesantire eccessivamente le imprese chiamate ad assicurarsi le quali, probabilmente, già percepiscono tale nuovo vincolo come un ulteriore costo certo da sostenere nel presente in vista vantaggi economici futuri ma solo eventuali e, forse, non ancora del tutto correttamente considerati e valorizzati da parte delle imprese.

66 P. Corrias, *La risposta assicurativa ai danni catastrofali*, cit., 1446, ove sostiene la natura non sanzionatoria di tale prescrizione evidenziando che «a differenza di ciò che vale per l'assicuratore, al quale sono erogate sanzioni pecuniarie in caso di rifiuto alla stipulazione, per le imprese commerciali tenute alla stipulazione non è stato introdotto un obbligo in senso proprio ma, viceversa, un mero onere. L'inosservanza del comportamento richiesto, infatti, implica unicamente mancati vantaggi, quali perdita di contributi, sovvenzioni o agevolazioni di carattere finanziario ma non sanzioni».

Prime riflessioni su decisioni algoritmiche e contratto*

ANGELA GALATO
Dottoressa di ricerca in Diritti, tutele e mercati
Università di Catanzaro

Sommario: 1. Decisioni algoritmiche e autonomia negoziale: premesse. – 2. Imputazione dell'attività negoziale al contraente: la soggettività giuridica del *software*. 3. (segue) La scelta di utilizzare il *software* quale modalità di esercizio del potere di autonomia. – 4. Decisioni algoritmiche nei mercati regolati e trasparenza del processo decisionale.

1. Decisioni algoritmiche e autonomia negoziale: premesse.

Il progressivo sviluppo delle tecnologie informatiche, unitamente alla grande diffusione di Internet, ha sempre inciso profondamente sui modelli di contrattazione, determinando una trasformazione che ha contribuito all'annullamento della distanza tra le parti,

* Il presente contributo ripropone l'intervento svolto in occasione del seminario «*Contract Theory in the Age of Transitions. Perspectives in Dialogue*», tenutosi presso l'Università degli studi di Roma La Sapienza, il 20 maggio 2025.

abbattendo i limiti fisici dello scambio[01]. Le tecniche informatiche hanno reso possibile una contrattazione più rapida ed efficiente, senza tuttavia intaccare, almeno in un

01 Attualmente lo sviluppo della tecnologia investe soprattutto l'ambito relativo alla circolazione della ricchezza, la quale, ad oggi, viene trasferita avvalendosi anche di soluzioni innovative, quali ad esempio *Distributed ledger technology* - come la *blockchain* - e *smart contract*, tanto che recentemente, è stato avviato, in determinati ambiti, come quelli relativi alla negoziazione di strumenti finanziari, un processo di introduzione di disposizioni volte a regolare le nuove fattispecie. Si pensi a titolo esemplificativo, al regolamento europeo 2022/858 DLT Pilot Regime, al quale ha fatto seguito il d.l. 30 marzo 2023, n. 25, c.d. Decreto Fintech. Il regolamento UE 2022/858, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, mira a regolare alcuni attuali fenomeni di circolazione della ricchezza che si servono delle moderne tecnologie. L'approccio seguito dal legislatore europeo è c.d. *sandbox*, volto cioè a creare uno spazio di sperimentazione in ambiente controllato. Per una analisi del Regolamento UE 2022/858, *DLT Pilot Regime* v. F. Annunziata, A. Minto, *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology*, consultabile online al link: *https://www.dirittobancario.it/art/il-nuovo-regolamento-ue-in-materia-di-distributed-ledger-technology/*, «Il DLT pilot si pone l'obiettivo di accompagnare il processo di sviluppo del mercato secondario delle cripto attività e l'adozione della DLT nell'area del *trading* e del *post-trading*, dando il tempo – tanto agli operatori di mercato quanto ai regolatori e supervisori di settore – di testare l'impatto di queste nuove tecnologie, al fine di sfruttarne le opportunità e minimizzare i rischi. Il DLT pilot introduce dunque un regime basato sul c.d. approccio "*sandbox*" che ammette esenzioni e deroghe temporanee ai requisiti regolamentari specifici previsti dalla legislazione finanziaria europea (ad es. MiFID II, CSDR) proprio per consentire l'apertura di spazi di sperimentazione che agevolino il graduale adattamento delle tradizionali regole del diritto dei mercati finanziari alle nuove tecnologie. [...] Il DLT pilot regime, in tale prospettiva, ha un ambito di applicazione ben circoscritto, che non riguarda l'intera possibile gamma di prodotti o servizi che, sul mercato, potrebbero interagire con le nuove tecnologie. Esso, infatti, si applica unicamente a taluni strumenti finanziari emessi a valere sulla tecnologia DLT, introducendo alcune possibili deroghe al regime che, altrimenti, troverebbe applicazione in base alla disciplina MiFID e a quella sui gestori e sistemi di regolamento centralizzati». Allo stesso tempo l'implementazione sempre maggiore di sistemi dotati di intelligenza artificiale ha portato, dopo ampi dibattiti, all'emanazione del regolamento europeo 2024/1689 (AI Act), il quale classifica i rischi associati all'utilizzo di sistemi di AI e mira a garantire che questi ultimi siano sviluppati e utilizzati in modo responsabile.

primo momento, la centralità del soggetto nella formazione del vincolo contrattuale[02].

L'attuale fase evolutiva[03], segnata dall'impiego di *software* e modelli di intelligenza ar-

02 Da qualche tempo l'avanzamento tecnologico e la digitalizzazione hanno spinto gli studiosi a occuparsi dei nuovi fenomeni a essi collegati al fine di individuare la relativa disciplina. Dalle macchine a guida autonoma alle criptovalute, dalle decisioni assunte dall'algoritmo agli *Smart contracts* il giurista è chiamato a risolvere problemi che hanno a oggetto la qualificazione e la regolamentazione dei nuovi fatti e a misurarsi con l'insorgenza di conflitti inediti. La letteratura in materia di *Smart contracts* inizia a essere molto ampia anche nel panorama italiano, senza pretese di esaustività v. M. Maugeri, Smart contracts *e disciplina dei contratti*, Bologna, 202; I. Martone, *Gli* Smart Contracts. *Fenomenologia e funzioni*, Napoli, 2022; A. Stazi, *Autonomia contrattuale e «contratti intelligenti»*, Torino, 2019; F. Longobucco, *Utopia di un'autonoma* Lex Criptographi(c)a *e responsabilità del giurista*, Napoli, 2023; Id, Smart contract *e contratto giusto: dalla soggettività giuridica delle macchine all'oggettivazione del fatto-contratto. Il ruolo dell'interprete*, in *Federalismi. it*, 2021, 106 ss.; F. Di Giovanni, *Sui contratti delle macchine intelligenti*, in U. Ruffolo (a cura di), *Intelligenza artificiale. Il diritto i diritti e l'epoca*, Milano, 2020, 251 ss.; N. Abriani, G. Schneider, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, 21 ss.; G. Remotti, Blockchain smart contract. *Un primo inquadramento*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2020, 189 ss.; F. Delfini, Blockchain, Smart contracts *e innovazione tecnologica: l'informatica e il diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2019, 167; R. Pardolesi, A. Davola, «Smart contract»*: lusinghe ed equivoci dell'innovazione purchessia*, in *Foro it.*, 2019, V, c. 195; A. U. Jassen, F.P. Patti, *Demistificare gli* smart contracts, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2020, 31 ss.; M. Farina, Smart contract *tra automazione contrattuale e disumanizzazione dei rapporti giuridici*, in *giustiziacivile.com*, 2020, 8; L. Di Nella, Smart Contract, Blockchain *e interpretazione dei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2022, 48 ss.; S. Troiano, *Il contratto tra analogico e digitale*, in *Riv. dir. contr.*, 1, 2022, 51 ss.; F. Di Ciommo, *Smart contract e (non-) diritto. Il caso dei mercati finanziari*, in *Nuovo dir. civ.*, 1, 2019, 257; Id., Blockchain, smart contract, *intelligenza artificiale (AI) e trading algoritmico: ovvero, del regno del non diritto*, in *Riv. inf. e malatt. prof.*, 1, 2019, 1 ss.; P. Perlingieri, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, 4° ed., IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 85 ss.; F. Bassan, M. Rabitti, *Recenti evoluzioni dei contratti sulla* blockchain. *Dagli* smart legal contracts *ai* 'contract on chain', in *Riv. dir. banc.*, 2023, 561 ss.; D. Di Sabato, *Gli* smart contracts: *robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2017, 378 ss.; Id, *Autonomia negoziale e* distributed lagder technology, in D. Valentino (a cura di), *Nuovi contratti delle* Digital economy. *Singoli contratti. Leggi collegate*, Torino, 2020, 245 ss.; F. Gambino, Blockchain, smart contract *e diritto sradicato*, in *Tecn. dir.*, 2021, 28 ss.; C. Pernice, Distributed ledger technology, blockchain *e* smart contracts: *prime regolazioni*, in *Tecn. dir.*, 2, 2020, 490 ss.; S. Landini, *Transizione digitale e mercato assicurativo*, in *Le Corti Fiorentine*, 3, 2021, 23 ss.; M. Tommasini, *Lo* smart contract *e il diritto dei contratti*, in *Jus civile*, 2022, 831; M. Giaccaglia, *Considerazioni su* Blockchain *e* smart contracts *(oltre le criptovalute*), in *Contr. impr.*, 2019, 944 ss.; P. Cuccuru, Blockchain *ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli* smart contract, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 107 ss.; R Battaglini, M Tullio Giordano (a cura di), Blockchain *e* smart contract. *Funzionamento, profili giuridici e internazionali, applicazioni pratiche*, Milano, 2019; V. Bellomia, *Il contratto intelligente: questioni di diritto civile*, in *Judicium*, 2020.

03 Rilevano N. Abriani, G. Schneider, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, cit., 5, che i riflessi sul piano giuridico delle trasformazioni socioeconomiche in atto sono dirompenti ma non ancora del tutto esplorati, in ragione del tradizionale ritardo dell'indagine giuridica rispetto ai fenomeni tecnologici.

tificiale, sembra invece mettere in discussione proprio questa centralità[04], in forza, soprattutto, della via via crescente intromissione delle *macchine* nella vicenda negoziale[05]. Acquista sempre maggiore rilevanza il fenomeno delle operazioni economiche effettuate autonomamente da processi algoritmici – dunque in assenza dell'intervento umano – in alcuni casi capaci di governare l'intera vicenda contrattuale, dalla formazione del vincolo alla esecuzione del programma negoziale, finanche alla gestione delle sopravvenienze.

In questo contesto, al centro degli studi sul contratto e sulla sua esecuzione vi sono gli accordi conclusi direttamente da *software*. Azzerata la partecipazione umana, le decisioni algoritmiche, prodotto dell'elaborazione di dati effettuata da questi *software*, costituiscono il contenuto del contratto[06]. Le scelte rilevanti inerenti alla contrattazione dipendono dunque dal risultato ottenuto dalla macchina[07]. Vero è che il funzionamento della macchina è in astratto predeterminabile; vero è anche però che assai spesso i programmi si avvalgono di sistemi di intelligenza artificiale, i quali consentono ai *software* di «apprendere» nel senso di memorizzare e processare le informazioni acquisite, creando interazioni imprevedibili tra i diversi dati lavorati. Il risultato del processo pertanto potrebbe essere esso stesso imprevedibile e non pienamente giustificabile, stante la mancata conoscenza delle evocate interazioni.

L'assenza di controllo umano sul procedimento che conduce a questo risultato ha fatto ipotizzare il passaggio dalla automazione dell'attività contrattuale alla vera e propria «autonomia decisionale» della macchina. I *software*, infatti, non sono più meri strumenti di trasmissione di dichiarazioni già confezioniate dalle parti o meri esecutori di regolamenti contrattuali già perfezionati ma, al contrario, determinano la formazione

04 Un esempio di questo mutamento è ben visibile osservando il fenomeno della negoziazione in strumenti finanziari. Già con la grande diffusione di Internet, nei primi anni duemila, si è registrato un mutamento rispetto ai tradizionali modelli di esecuzione dei servizi di investimento. Gli intermediari hanno cominciato a fornire tali servizi sfruttando le potenzialità della Rete. Internet e la conseguente introduzione delle piattaforme di *trading online* hanno aperto le porte a una nuova modalità di contatto con la clientela sia per l'esecuzione dei servizi di negoziazione per conto terzi, sia per la trasmissione e la ricezione degli ordini di investimento. Ad oggi, in tale ambito, sono stati introdotti sistemi, spesso integrati dalla intelligenza artificiale, in grado di lavorare un enorme mole di dati al fine di offrire all'utente - utilizzatore un risultato utile, che sia, almeno in astratto, il migliore possibile rispetto alle informazioni processate e a tutte le opzioni disponibili. Il riferimento corre al *trading* algoritmico e alla sottocategoria del *trading* ad alta frequenza. Si tratta di *software* che in assenza di intervento umano negoziano automaticamente strumenti finanziari.

05 In uno dei suoi ultimi studi N. Irti, *L'ultima transizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2022, 205 rileva che «la storia del contratto è una storia di tecnologie»; Secondo F. Di Giovanni, *Sui contratti delle macchine intelligenti*, cit., 251 ss., ogni epoca e ogni esperienza giuridica hanno elaborato diverse idee su ciò che si debba intendere per «contratto».

06 È intuitivo che le decisioni algoritmiche stiano apportando rilevanti cambiamenti nell'ambito della contrattazione. I vantaggi sono più che mai evidenti, solo per citarne alcuni: efficienza, velocità, sicurezza. Allo stesso modo, è evidente l'urgenza di risolvere le questioni poste dall'utilizzo di questi strumenti.

07 Si tratta di casi nei quali prima dell'avvio del programma non vi è né una proposta, né una offerta, né un contratto già perfezionato.

del vincolo e il contenuto del contratto.

L'utilizzo di questi strumenti pone una serie di questioni che vanno dalla individuazione del criterio di imputazione della regola, alla selezione degli strumenti di tutela dei contraenti ove qualcosa nel procedimento di formazione del regolamento non abbia funzionato e si sia perciò prodotto un esito non atteso.

Tra le questioni sollevate, quella relativa alla individuazione del criterio di imputazione affinché l'attività negoziale sia riferibile all'uomo pur quando la scelta di contrarre e la determinazione del contenuto siano state effettuate da un *software* sembra dover essere necessariamente risolta in via preliminare, in quanto l'esistenza o meno di un centro di imputazione ulteriore rispetto a quello dei contraenti e dei gestori delle piattaforme (o fornitori del servizio) ha rilevanza cruciale ai fini sia dell'inquadramento delle relazioni giuridiche che si instaurano sia delle possibili soluzioni dei conflitti che da tali relazioni possono sorgere.

2. Imputazione dell'attività negoziale al contraente: la soggettività giuridica del software.

La capacità delle macchine di prendere decisioni autonomamente, producendo esiti contrattuali potenzialmente imprevedibili e non predeterminati dal contraente, ha fatto sorgere l'idea che ciò possa implicare l'attribuzione in capo a esse della soggettività giuridica[08]. Più precisamente, sul presupposto che lo sviluppo della tecnologia avrebbe prodotto macchine che non si limitano alla sola trasmissione della – già determinata - dichiarazione delle parti, ma che contribuiscono alla composizione del programma negoziale, compiendo finanche scelte i cui risultati sono inattesi, si sostiene che il *software* sarebbe portatore di una volontà propria, distinta e autonoma rispetto a quella del suo utilizzatore[09].

08 G. Teubner, *Soggetti giuridici digitali? Sullo* status *privatistico degli agenti* software *autonomi*, P. Femia (a cura di), Napoli, 2019, 51 ss. Secondo l'A. a contare non sarebbe tanto la capacità interiore della macchina di pensare, quanto invece le interazioni sociali e la capacità dell'algoritmo di partecipare alla comunicazione sociale.

09 Ritiene A.M. Benedetti, *Contratto, algoritmi e diritto civile transnazionale: cinque questioni e due scenari*, *Riv. dir. civ.*, 3, 2021, 424., che una sorta di rappresentanza robotica sia compatibile con l'attuale ordinamento. Sul punto sostiene l'A. che se il robot *sceglie* allora agisce come un rappresentante in quanto le sue scelte producono effetti giuridici su chi ne ha programmato l'azione. Se ciò vale, allora, potrebbero trovare applicazione, anche per il suo agire, le norme che fanno riferimento alla volontà del rappresentato.

Il riconoscimento di questa c.dd. autonomia decisionale[10] condurrebbe a ritenere che la macchina sia dotata di soggettività giuridica[11]. In questa prospettiva, l'algoritmo finirebbe per essere esso stesso *agente,* centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive, dotato di una autonoma capacità negoziale ai fini del perfezionamento dei contratti[12].

10 Il rilievo relativo alla autonomia decisionale degli algoritmi non sembra condivisibile. Pur quando l'automa conclude e gestisce un affare non è dotato di completa "autonomia d'azione" e ciò è dirimente ai fini del riconoscimento di una sua completa capacità decisionale. Affermare che la macchina abbia autonoma capacità decisionale vorrebbe dire sostenere, anche solo implicitamente, che essa sia in grado di discernere e deliberare in totale autonomia, quando, invece, ciò non è vero per due ragioni. La prima, se non avviata da qualcuno la macchina nulla può fare. La seconda, per quanto sia imprevedibile il risultato, l'automa opera sempre conformemente alle regole di funzionamento poste alla sua base. Sicché quella che si vuol far passare per vera e propria autonomia decisionale del *software* altro non è che mera conseguenza delle istruzioni di cui esso si compone. Il comportamento della macchina è sempre determinato a monte dal sistema di regole che la governa e la circostanza che essa possa produrre un esito imprevedibile non smentisce ciò. L'imprevedibilità va intesa solo in astratto quale difficoltà di conoscere a priori tutti i possibili risultati ottenibili. La precisazione è d'obbligo: il *software* non può fare qualcosa che il sistema di regole che lo governa non consenta.

11 Sul punto v. F. Di Giovanni, *Sui contratti delle macchine intelligenti*, cit., 265 ss.. L'A., dopo aver ricostruito il percorso argomentativo che conduce a sostenere l'esistenza di una soggettività giuridica in capo alla macchina che si avvale di intelligenza artificiale, critica la posizione sostenendo che tale teoria travisa il senso dell'attribuzione della soggettività di diritto. Infatti, l'esplicarsi di una volontà razionale, intellettiva o volitiva non è di per sé sufficiente al riconoscimento della soggettività, ma, al massimo, dà luogo a fatti valutati dalle norme presenti nell'ordinamento. In generale la questione sulla soggettività giuridica delle macchine è assai dibattuta. In argomento, senza pretese di esaustività v. G. Sartor, *Gli agenti* software: *nuovi soggetti del ciberdiritto*, in *Contr. impr.*, 2002, 465 ss., il quale sostiene che la macchina, potendo formare una autonoma volontà, dovrebbe essere considerata una sorta di rappresentante *sui generis*. Vi è chi riconosce alle macchine una soggettività giuridica parziale o limitata e applicando le regole sulla rappresentanza ritiene la macchina alla stregua di un procuratore dell'uomo, sul punto G. Teubner, *Soggetti giuridici digitali? Sullo* status *privatistico degli agenti* software *autonomi*, cit. Vi è chi sostiene che la categoria della soggettività dovrebbe essere ripensata E. Morotti, *Una soggettività a geometrie variabili per lo statuto giuridico dei robot*, in *Il soggetto di diritto. Storia ed evoluzione di un concetto nel diritto privato*, F. Bilotta, F. Raimondi (a cura di), Napoli, 2020, 305, la quale osserva che «nei robot si può riconoscere la presenza prevalente dell'elemento dinamico legato alla sfera dell'agire e ad una generale attitudine a comportarsi, mentre più difficile si rivela non solo il conferimento di una posizione di titolarità di diritti e di beni, ma anche il riconoscimento di una vera e propria personalità. Questo si traduce nell'adozione di un modello di soggettività che è distinto in due momenti, in cui ad un riconoscimento della capacità d'agire nell'ambito contrattuale e dei diritti patrimoniali, fa seguito l'esclusione della capacità giuridica, non essendo attualmente ammissibile non solo la titolarità dei diritti e dei beni e, più in generale, di ogni situazione di appartenenza, ma nemmeno l'attribuzione dei diritti della personalità. Si realizza così uno schema che abbiamo definito "a geometrie variabili" proprio per sottolineare la presenza di una struttura articolata su due livelli, che ben si allontana dal modello classico della soggettività che oggi conosciamo». Per una rapida ricognizione sulle diverse teorie che riconoscono una soggettività giuridica e quelle che la negano v. F. Longobucco, *Utopia di un'autonoma* Lex Criptographi(c)a *e responsabilità del giurista*, cit., nota 11, 16 ss.

12 Il problema lo ha di recente evidenziato anche la Consob in uno dei suoi ultimi quaderni: F. Consulich, M. Maugeri, C. Milia, T.N. Poli, G. Trovatore, Quaderni Consob, *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?*, consultabile al seguente indirizzo:*https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg29.pdf/768199a2e17cca8e00a5186da9a19f79?t=1685344502568*, 2023, 8.

I vantaggi dell'attribuzione agli agenti *software* della soggettività giuridica sono facilmente intuibili[13]. Riconoscere a queste entità lo stato di attori dotati di parziale capacità giuridica e di agire rappresenta il presupposto concettuale necessario al fine di attribuire alle decisioni così assunte natura di dichiarazioni negoziali, con i conseguenti corollari che da tale attribuzione discendono sul piano della imputazione della regola e della responsabilità.

La creazione di un soggetto di diritto diverso dall'utilizzatore permetterebbe, infatti, di attrarre, con i dovuti accorgimenti, la relazione che si crea tra quest'ultimo e la macchina alle discipline dei fenomeni sostitutivi[14]; si pensi ad esempio alla disciplina della rappresentanza o a quella della determinazione dell'oggetto da parte del terzo[15]. Per questa via si otterrebbe una scissione tra titolarità ed esercizio delle situazioni giuridiche, la quale per un verso spiegherebbe bene il rapporto uomo-macchina nei termini della sostituzione nella attività negoziale e, per altro verso, consentirebbe di distribuire i rischi e le relative responsabilità[16].

La tesi tuttavia non convince.

Non convince in quanto il riconoscimento della soggettività giuridica in capo alla mac-

13 Parte della dottrina osserva che la soggettività potrebbe essere riconosciuta agli agenti *software* purché al riconoscimento segua la verifica e l'individuazione dello strumento giuridico capace di assicurare la tutela degli interessi coinvolti nelle ipotesi in cui dall'uso della tecnologia sia derivato un danno, cfr. M. D'AMBROSIO, *Arbitraggio e determinazione algoritmica dell'oggetto*, Napoli, 2020, 28 ss.

14 Sostiene G. SARTOR, *Gli agenti* software: *nuovi soggetti del ciberdiritto*?, cit., 486 ss., che l'autonomia dell'agente insieme all'imprevedibilità del suo comportamento conducono a escludere che le decisioni dell'agente siano necessariamente determinazioni del suo utilizzatore. L'agente determina in modo autonomo il contenuto del negozio, secondo le istruzioni impartite e secondo la propria valutazione dell'interesse dell'utilizzatore. In questa prospettiva, l'agente non sarebbe un mero trasmettitore della volontà dell'utilizzatore, ma il suo comportamento sarebbe maggiormente assimilabile a quello di un rappresentante. Tuttavia, si tratterà di una rappresentanza di tipo peculiare in quanto non del tutto sovrapponibile alla disciplina codicistica dettata in materia.

15 Sul punto v. G. GITTI, *La decisione robotica negoziale*, in *Disciplina contrattuale del mercato e decisione robotica*, Brescia, 2020, 224 s. il quale sostiene che nelle ipotesi entro le quali le parti non abbiamo debitamente definito tutto il programma negoziale e nella misura in cui l'attività integrativa della macchina non sia del tutto dipendente dalle direttive impartite dai contraenti e richieda dunque una effettiva determinazione fondata su valutazioni discrezionali o a priori incerte si potrebbe «istituire un raccordo con la fattispecie regolata dall'art. 1349 c.c., di determinazione dell'oggetto del contratto rimessa a un terzo, con la differenza che la relativa decisione determinativa non sarà assunta da un uomo (...) ma per l'appunto da una macchina».

16 Applicando le regole in materia di rappresentanza, qualora il *software* emettesse un *output* imprevedibile e non conforme alle aspettative del contraente utilizzatore, questi potrebbe trovare tutela, con i dovuti accorgimenti, secondo la disciplina della rappresentanza senza potere. Tuttavia, osserva G. TEUBNER, *Soggetti giuridici digitali?*, cit., 77 s., che, in mancanza di un patrimonio proprio della macchina, una responsabilità di tal tipo cadrebbe nel vuoto, proprio come accade in ipotesi di *falsus procurator* irreperibile. Pertanto, avrebbe senso discorrere di responsabilità personale del *software* se si ammettesse che a esso venga imputato un patrimonio separato. Fino a quanto ciò non accada è necessario trovare un bilanciamento tra gli interessi dell'utilizzatore e partner contrattuale.

china pare derivato esattamente dalla attribuzione al *software* della capacità di effettuare autonomamente e discrezionalmente delle scelte. In questa prospettiva, a rendere il soggetto tale sarebbe l'azione, la sua – presunta – capacità di esprimere una volontà.

Sul punto si osserva che, pur ove si volesse riconoscere alla macchina la capacità di porre in essere una attività relazionale, volitiva o intellettiva, ciò di per sé non condurrebbe a ritenerla un soggetto di diritto. Al fine del riconoscimento della soggettività, infatti, non è sufficiente, né dirimente il dato empirico rappresentato dalla capacità di discernere o pensare[17]. La soggettività non è un concetto che decodifica l'essere, ma è uno strumento di imputazione di vicende giuridiche; un criterio di imputazione insomma[18]. La categoria in questione viene in essere ad altri fini.

Dunque, sotto questo aspetto, non è l'azione a fare la soggettività ma l'interesse[19], sicché a nulla rileva, ai fini del riconoscimento della soggettività giuridica, la capacità di decidere autonomamente[20] o di esprimere una volontà[21]. Ciò che rileva, invece, è la presenza di un centro di interessi diverso e distinto da quello dell'utente, il quale, peraltro, per esistere non necessita, a tutti i costi, della individuazione di un soggetto[22]. Il soggetto è solo un elemento esterno alla situazione giuridica e al rapporto; la relazione essenziale è tra i centri di interessi. È nell'interesse che si annida la ragione della protezione accordata dall'ordinamento[23]. È dunque l'individuazione di un centro di

17 Per una critica alla presunta capacità delle macchine di decidere autonomamente v. *retro*, nota 10.

18 M. D'AMBROSIO, *Arbitraggio e determinazione algoritmica dell'oggetto*, cit, 26.

19 E. CATERINI, *L'intelligenza artificiale «sostenibile» e il processo di socializzazione del diritto civile*, Napoli, 2020, 109 ss., secondo l'A. l'attribuzione della soggettività giuridica alla persona poggia, invece, su di un diverso presupposto. «La persona è soggetto in quanto valore, giammai in quanto interesse. Dinnanzi alla persona umana l'ordinamento arresta ogni valutazione teleologica per riconoscere il valore in sé». In questa prospettiva la persona, ai fini della soggettività, possiede una fonte legittimante distinta dal soggetto.

20 E. CATERINI, *op. ult. cit.*, 111.

21 Cfr. R. MIGUEL NUNEZ, *Le avventure del soggetto. Contributo teorico-comparativo alle nuove forme di soggettività giuridiche*, Milano, 2018, 105, secondo il quale una entità non diviene soggetto sol in ragione delle qualità empiriche o metafisiche detenute, né in quanto dotata di volontà. La soggettività gli è riconosciuta in quanto esiste un interesse socialmente rilevante che la comunità attribuisce a quella entità.

22 Sulla non essenzialità del soggetto per l'esistenza della situazione giuridica soggettiva e del rapporto giuridico v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, III ed., Napoli, 2006, 690 ss., secondo il quale se l'attualità del soggetto non è essenziale ai fini della esistenza della situazione giuridica soggettiva (come accade nei casi di diritto alla vita del concepito, diritto all'onore del defunto, donazione al nascituro, ecc.) allora «significa che può esistere una relazione giuridicamente rilevante tra due o più centri di interessi senza che essa si traduca necessariamente in relazione tra soggetti».

23 Secondo U. RUFFOLO, *La "personalità elettronica"*, in *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica,* cit., 226, la soggettività degli agenti digitali potrebbe avere senso se le loro dichiarazioni produttive di effetti giuridici potessero essere compiute anche nell'interesse proprio e non quando, al contrario, le scelte effettuate sono operate nell'interesse altrui.

interessi meritevoli di tutela a poter giustificare, semmai ce ne fosse bisogno, il riconoscimento della soggettività[24].

In altre parole, non è l'imprevedibilità della decisione algoritmica o la presunta autonomia decisionale a consentire l'emersione di un centro di imputazione sul quale far ricadere l'eventuale responsabilità dell'azione del *software*[25]. È invece la perimetrazione di un centro di interesse che rivendica protezione a giustificare il riconoscimento della soggettività. In questa prospettiva, ai fini dell'inquadramento del fenomeno non è ai soggetti che deve rivolgersi lo sguardo, ma alle situazioni giuridiche soggettive.

3. (segue) La scelta di utilizzare il software quale modalità di esercizio del potere di autonomia.

Acquisito che la macchina non è soggetto di diritto poiché non rappresenta un centro di interessi autonomo e distinto da quello delle parti contrattuali, resta da capire quale sia il criterio che consente di collegare il risultato ottenuto dalla macchina alla sfera giuridica del contraente.

Partiamo da una premessa relativa al contenuto del potere di autonomia.

Le discipline della sostituzione nella attività giuridica - in particolare quelle della rappresentanza e della determinazione del contenuto del contratto da parte del terzo *ex* art. 1349 c.c. - consentono di trarre un importante rilievo: non è la definizione di tutto

24 Secondo E. CATERINI, *op. ult. cit.*, 102, l'interesse diviene il generatore della soggettività giuridica.

25 Se il fine del riconoscimento della soggettività è, come sembra, quello di far ricadere sugli automi le conseguenze delle azioni da essi compiuti, di modo da proteggere il patrimonio di chi la macchina utilizza e, allo stesso tempo, offrire una garanzia agli altri contraenti e tutelare coloro che dall'attività della macchina subiscono una lesione, allora, forse, per il raggiungimento di detto obiettivo non sembra neppure necessario il previo riconoscimento della soggettività in capo agli algoritmi, quanto invece si dovrebbe verificare se vi è la possibilità di costituire un patrimonio destinato. In proposito, ritiene possibile la creazione di un patrimonio separato e destinato a rispondere dei danni verso terzi causati dalla macchina F. LONGOBUCCO, *op. ult. cit.*, 19 ss. È noto, infatti, che l'ordinamento prevede la possibilità di costituire patrimoni separati e/o destinati a uno scopo, senza la necessità che questi ultimi facciano capo a soggetti di diritto diversi da quelli che provvedono alla destinazione. Se nelle ipotesi oggetto di scrutinio ciò fosse consentito la macchina resterebbe strumento, ma le conseguenze giuridiche degli atti e dei comportamenti di essa ricadrebbero su di un patrimonio diverso da quello personale dell'utilizzatore. Tuttavia, allo stato attuale, neanche questa strada sembra percorribile. Se non altro in quanto la creazione di patrimonio autonomo si giustifica in funzione del perseguimento di un interesse diverso sia da quello di chi effettua la destinazione, sia di chi è titolare del potere gestorio. Sul punto, in materia di separazione patrimoniale v. R. DI RAIMO, *Il patrimonio fra unità e segmentazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 237 ss. Ciò non esclude in radice che, ragionando in una ottica di politica del diritto, venga consentita la costituzione di fondi deputati a ristorare quanti subiscano una lesione dall'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale.

il regolamento a caratterizzare il potere di autonomia[26]. La costituzione e il contenuto del vincolo non dipendono necessariamente da una decisione del soggetto al quale si imputano gli effetti poiché ai fini dell'imputazione è sufficiente che vi sia un fatto che consenta che tali effetti si possano produrre nella sfera del destinatario[27].

Il rilievo sembra poter cambiare per certi versi l'aspetto del problema in quanto, se non sono le scelte sul se contrarre e sul contenuto a caratterizzare l'autonomia negoziale, allora la questione non dovrebbe poggiare sulla mancanza di autodeterminazione dell'utilizzatore del *software* riferita al difetto di quelle scelte, bensì sulla individuazione di un fatto che permetta che l'attività della macchina sia imputata ai centri di interesse coinvolti nell'operazione.

Nelle ipotesi oggetto di scrutinio un fatto di tal tipo è rinvenibile nella scelta di utilizzare la macchina. L'avvio della macchina è infatti suscettibile di rappresentare una modalità di esercizio dell'autonomia. L'impulso alla contrattazione[28], segnato dall'avvio del *software*, diviene così il criterio di imputazione utile affinché le conseguenze dell'attività della macchina si possano ripercuotere nella sfera dell'agente.

In questa prospettiva, l'attività negoziale frutto dell'operatività di un *software* non cessa di essere direttamente imputabile alle parti, nonostante sia un processo informatico a stabilire il momento di perfezionamento e il contenuto del contratto.

Seguendo questa via, il *software* non è portatore di interessi propri, né esprime una autonoma volontà. L'algoritmo resta uno strumento che si inserisce nel corso di una o più azioni e contribuisce a causare un fatto; il soggetto agente è colui che avvia il corso delle azioni.

L'estrinsecazione del potere di autonomia è racchiusa nella decisione di utilizzare quel mezzo. Il prodotto dell'algoritmo non cessa di essere imputabile alle parti, nella misura

26 Sostiene F. Di Giovanni, *Attività contrattuale e intelligenza artificiale*, cit., 1684, che ritenere che il contratto sia essenzialmente e completamente il frutto della volontà dei contraenti, sulla base del pieno controllo delle informazioni e della consapevole rappresentazione della realtà, risponde a una visione «mitica» del contratto e non accettabile. Non accettabile in quanto l'ordinamento già ammette che il contenuto del contratto non derivi dalla autodeterminazione dei contraenti, ed è il caso dell'art. 1349 c.c., ma soprattutto in quanto questa visione del contratto non tiene conto del fatto che ogni rapporto contrattuale è sempre costituito da un materiale molto più complesso di ciò che i contraenti si rappresentano. Secondo F. Di Ciommo, Blockchain, smart contract, *intelligenza artificiale (AI) e trading algoritmico*, cit., 4 «quando il contratto si conclude esclusivamente attraverso l'attività di uno o più *software*, l'accertamento dei presupposti fattuali si svolge in base al contratto quadro. Tale regolamento esprime la comune volontà delle parti di pervenire alla conclusione dei contratti a valle, attraverso sistemi automatizzati».

27 Sul punto v. sull'effetto organizzativo P. Ferro Luzzi, *I contratti associativi*, Milano, 1972, 170 ss.

28 È stato dimostrato, seppure a fini assai diversi e inerenti alla tutela di interessi di carattere generale, che in concreto l'autoregolazione può mancare e, pertanto, ciò che davvero identifica gli atti e le attività dei soggetti, pubblici o privati, è l'atto di iniziativa. In questa prospettiva, è l'atto di iniziativa a essere il minimo comune denominatore di tutti gli atti di autonomia, di guisa che è sufficiente che vi sia iniziativa perché possa esservi anche contratto, cfr. P. Perlingieri, *Il diritto civile nella legalità costituzionale, Attività e responsabilità*, cit., 5 ss.

in cui l'utilizzo del *software* è stato da queste voluto[29]. Allo stesso tempo, l'interesse sotteso all'operazione effettuata resta attribuibile esclusivamente all'agente che ha azionato lo strumento, dando inizio al corso di azioni che hanno condotto al risultato.

Cionondimeno, aver escluso la soggettività della macchina e aver individuato il criterio di imputazione del regolamento contrattuale ai contraenti non risolve tutti i problemi di qualificazione. Restano aperte diverse questioni, tra le quali c'è sicuramente l'individuazione delle tutele applicabili nelle ipotesi in cui il regolamento contrattuale sia difforme rispetto a quanto voluto dalle parti.

4. Decisioni algoritmiche nei mercati regolati e trasparenza del processo decisionale.

L'esclusione della soggettività giuridica del *software* è passaggio preliminare anche per comprendere l'impatto dell'utilizzo dell'algoritmo nelle relazioni che si instaurano nei mercati regolati e, in particolare, nei mercati finanziari, in quanto l'assenza di un ulteriore centro di interessi che si affiancherebbe a quello dei contraenti consente di impostare la riflessione diversamente, partendo dal contesto nel quale è calata la relazione tra le parti; contesto che rinvia all'insieme di regole che presidiano lo svolgimento del potere negoziale.

Il cambiamento di prospettiva ha a monte una scelta di campo sulla costruzione dello stesso potere di autonomia e in particolare sul riconoscimento del suo fondamento costituzionale variabile[30]. I contratti non sono tutti uguali e i problemi che sorgono anche dall'utilizzo degli strumenti algoritmici non possono che essere letti tenendo conto delle eventuali asimmetrie tra le parti e dei particolari statuti normativi che presidiano le diverse contrattazioni.

Dunque, l'attenzione va rivolta alla costruzione del potere negoziale di cui è titolare l'intermediario.

In linea generale, l'iniziativa negoziale non ha fondamento costituzionale unitario[31]. Accanto all'art. 41 Cost., assumono rilevanza in tal senso, ad esempio, l'art. 2 Cost., per quanto attiene alla autonomia negoziale non patrimoniale, o l'art. 18 Cost., con speci-

29 Ritiene G. LEMME, *La transizione giuridica. La crisi del diritto di fronte alla sfida tecnologica*, Torino, 2023, 102 che «[...] nell'utilizzare un sistema informatico per concludere un contratto, l'utente si assoggetta alle regole dello strumento, rinunciando alle protezioni che inevitabilmente si riconnettono alla manifestazione di volontà con uno strumento tradizionale. La manifestazione della volontà, dunque, si esaurirebbe nella scelta iniziale, alla quale consegue, per *facta concludentia*, lo sviluppo di altra forma della volontà negoziale».

30 Sui fondamenti diversificati dell'autonomia negoziale in relazione agli interessi e ai valori da realizzare v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 326 ss.

31 Sulla ricostruzione dell'autonomia negoziale quale atto di iniziativa e sul suo fondamento variabile v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 322 ss. Con particolare riferimento ai mercati finanziario e bancario v. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 2, 330 ss.

fico riguardo ai contratti associativi, o l'art. 47 Cost., con riferimento esattamente ai contratti del mercato finanziario. In apice c'è il riconoscimento della necessità di distinguere la disciplina applicabile a ciascun contratto in relazione agli specifici interessi rilevanti nella singola fattispecie. Ciò, laddove i principi normativi espressi dal dettato costituzionale diventano decisivi ai fini di detta distinzione. L'individuazione del fondamento costituzionale del potere di autonomia vale a individuare infatti il contesto valoriale all'interno del quale si colloca l'attività negoziale[32].

Ciò detto, l'attività finanziaria rinviene il suo fondamento specifico negli artt. 41 e 47 Cost.[33]. L'art. 41, comma 2, nel prevedere che l'iniziativa economica privata «non p(ossa) svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana» segna un limite all'esercizio del potere, conformandolo dall'interno[34]. L'art. 47 Cost., invece, nell'individuare nella tutela del risparmio la funzione propria dell'attività finanziaria, vincola quest'ultima nei fini[35].

Il mutamento di prospettiva ha ricadute immediate sulla costruzione del potere dell'intermediario. In quanto titolare di una funzione[36], la quale ne giustifica l'attribuzione, e, dunque, di un ufficio di diritto privato, lo stesso intermediario non è più titolare di un potere libero, bensì discrezionale[37].

Sulla individuazione dei fini cui il relativo esercizio è vincolato, l'attenzione va rivolta all'art. 21 Tuf, il quale dispone che «nella prestazione dei servizi e delle attività di investi-

32 Sul punto R. Di Raimo, *op. ult. cit.*, 345 ss.

33 Cfr. R. Di Raimo, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 1120 ss.; Id., *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa),* cit., 321 ss.

34 Sulla natura interna dei limiti all'autonomia negoziale cfr. P. Perlingieri, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 334 ss.

35 R. Di Raimo, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa),* cit., 321.

36 Per la costruzione dell'ufficio di diritto privato alla quale si fa riferimento v. S. Pugliatti, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Milano, 1978 (ristampa), 23 ss.

37 Cfr. R. Di Raimo, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa),* cit., 321 ss. Id, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1120 ss., secondo il quale il riconoscimento della natura discrezionale del potere presuppone l'esistenza di una norma che ne orienti la funzione e che dunque definisca il contenuto specifico della situazione di autonomia contrattuale, oltre la generica previsione dell'art. 41 Cost. L'autonomia, come da tempo rilevato e sostenuto, non ha fondamento unitario; pertanto, il fondamento si rintraccia di volta in volta secondo gli interessi coinvolti. Così può essere distinto ad esempio il fondamento dell'autonomia a contenuto non patrimoniale in quanto integrato dai principi fondamentali degli artt. 2 e 3 Cost. oppure il fondamento della autonomia della PA integrato dagli artt. 97 ss. L'autonomia dell'intermediario trae invece il suo contenuto specifico dall'art. 47 Cost. «rispetto a questa norma e al valore da essa dedotto, tale attività è poi (...) in senso stretto funzionalizzata per il tramite dell'art. 21 TUF e, per ciò stesso, costituisce il parametro sulla base del quale è valutabile il corretto esercizio del corrispondente potere discrezionale».

mento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati». Questa previsione, che specifica il principio costituzionale di tutela del risparmio, orienta il potere negoziale dell'intermediario, definendone la funzione e perciò indirizzando il relativo esercizio al fine determinato a monte dalla legge: la cura dell'interesse del cliente[38].

I corollari in punto di disciplina applicabile all'attività negoziale sono evidenti nella prospettiva del controllo. In quanto potere discrezionale, la sua esplicazione deve essere controllabile. Il che comporta la necessaria motivazione delle scelte effettuate nell'interesse del cliente. Detto altrimenti: devono essere chiare ed esplicite le ragioni che hanno condotto alla decisione assunta dalla parte professionale.

In tale contesto va calato l'utilizzo di modelli di intelligenza artificiale. In primo piano ci sono le negoziazioni algoritmiche, ma anche la valutazione del merito di credito per ciò che attiene al mercato bancario[39]. In entrambi i casi, la scelta dell'intermediario è in definitiva il risultato di un processo automatizzato.

Il ricorso alla tecnologia non muta la sostanza del fenomeno. L'intermediario resta titolare di una funzione il cui fine è individuato dalla legge. Con riferimento alla valutazione della legittimità dell'azione, dunque, poco o nulla sembra cambiare. Continua a rappresentare una necessità l'intelligibilità del processo decisionale.

Senza dubbio l'individuazione delle conseguenze di quanto detto con riferimento alle tutele di cui può disporre il cliente a fronte del ricorso a modelli di intelligenza artificiale necessita di un approfondimento assai più ampio. La prima sensazione è infatti che in questa prospettiva la riflessione coinvolga scelte di sistema: segnatamente scelte regolatorie in ordine alla stessa ammissibilità di modelli decisionali che non consentano di riscostruire l'*iter* logico seguito per giungere al risultato.

Che questa possa essere la direzione è però in qualche modo confermato dai recenti interventi normativi che hanno interessato il mercato bancario; ci si riferisce in parti-

38 Il potere, in questo senso, rappresenta il mezzo per il raggiungimento di un fine determinato, cfr. S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, cit., 24.

39 Con riferimento alla fase di valutazione del merito di credito, parte degli studiosi ritiene, condivisibilmente, che la banca sia titolare di un ufficio di diritto privato e dunque di un potere discrezionale e non libero: R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 321 ss.

colare alla disciplina sulla valutazione algoritmica del merito creditizio[40].

Il legislatore europeo è intervenuto in materia sia con la direttiva 2023/2225/UE, relativa ai contratti di credito ai consumatori, sia con il Regolamento europeo 2024/1968 sulla intelligenza artificiale (AI Act), dando centralità alla trasparenza dei processi decisionali.

Segnatamente, l'AI Act qualifica ad alto rischio i modelli di intelligenza artificiale utilizzati per la valutazione del merito di credito e, nella prospettiva della regolazione del mercato, impone per la messa in commercio e in servizio di questi modelli specifici obblighi di trasparenza[41]; la direttiva sul credito ai consumatori, dando anch'essa rilievo centrale, nell'ambito del rapporto banca-cliente, alla trasparenza del processo decisionale, introduce un insieme di tutele attivabili dal consumatore qualora il suo merito di credito sia stato calcolato mediante strumenti automatizzati. In particolare, grava sulla banca l'obbligo di fornire spiegazioni relative alla valutazione effettuata e l'obbligo di rivalutare la posizione del consumatore qualora questi ne faccia richiesta[42], sì da assicurare, in ogni caso, la comprensibilità della determinazione finale.

Vero è che la riflessione che riguarda l'utilizzo della intelligenza artificiale nei mercati finanziari non è del tutto sovrapponibile a quella che pure richiede il medesimo utilizzo nel mercato bancario. È nei primi, infatti, che l'intermediario è senza dubbio titolare di un ufficio di diritto privato. Vero è anche, tuttavia, che le valutazioni sottese ai provvedimenti normativi di più recente introduzione, sotto il profilo del contemperamento

40 La letteratura in materia di *credit scoring* è ampia, senza pretese di esaustività: F. Bagni, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea,* in *Osservatorio sulle fonti*, 2, 2021, 909 ss.; L. Ammannati, G.L. Greco, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 290; Id, *Il credit scoring "intelligente": esperienza, rischi e nuove regole*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 261; M. Rabitti, Credit scoring *via* machine learning *e prestito responsabile*, ivi, p. 174 ss.; Id, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, in *Riv. dir. impr.*, 3, 2023, 467 ss.; F. Mattassoglio, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, 187 ss.; Id., *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring,* in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, gennaio 2025, *https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2025/01/2025-Mattassoglio-Creditscoring.pdf.*; P. Gaggero, C.A. Valenza, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 825 ss.; C.A. Valenza, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione,* in *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, M. Proto (a cura di), Pisa, 2024, 107 ss.; E. Capobianco, *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, in *Riv. dir. banc*, 2024, 997 ss. Con precipuo riferimento alla disciplina del *credit scoring* nel solco del dibattito sul ruolo della volontà negoziale nei sistemi di intelligenza artificiale v. anche P. Gaggero, *Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 1 ss.

41 Il Regolamento infatti prevede che i sistemi ad alto rischio siano sviluppati e progettati in modo da garantire in favore dell'utilizzatore la trasparenza del funzionamento e la comprensibilità del risultato ottenuto dalla macchina ai fini del corretto utilizzo del risultato stesso. Lo stesso Regolamento inoltre prevede, ove non altrimenti previsto da altre fonti dell'Unione, il diritto alla spiegazione dei singoli processi decisionali in favore della persona destinataria degli effetti della decisione algoritmica o che, in modo analogo, subisca l'incidenza negativa del risultato della macchina nella sfera della sua salute, della sua sicurezza, o dei suoi diritti fondamentali.

42 Cfr. direttiva 2023/2225/UE art. 18, par. 8.

degli interessi in gioco, confermano che per alcune operazioni di investimento, rispetto alle quali – basti pensare alla consulenza o alla gestione di portafoglio – è lo stesso dato positivo a individuare nella intelligibilità dell'operato dell'intermediario una condizione di legittimità della sua azione, il ricorso a sistemi di intelligenza artificiale caratterizzati dalla c.dd. *black box* porrebbe problemi di coerenza con i sistemi di tutela già presenti nella stessa Mifid.

Remarks on the Italian Implementation of Directive 93/13 *

ANDREA BARENGHI
Professore ordinario di diritto privato
Università del Molise

Summary: 1. A puzzling 'spillover': Is there anything 'unexpected' in the making of European Law? What is wrong with it? 2. The Italian and German legal systems vis-à-vis Directive 93/13: An inverted mirror. – 3. The implementation of Directive 1993/13 in the Italian legal system. 4. 'Good faith' (unintention, honesty) or 'good faith and fair dealing' ('fairness', 'requirement of good faith', 'Treu und Glauben', 'buona fede e correttezza')? An initial attempt to prevent spillovers. 5. An unsuccessful 'spillover': Defining 'consumer'. 6. A statutory 'spillover': Asymmetric contracts between businesses (B2B). 7. Widening of the definition ('consumer' and 'traveler', 'consumer' and 'microbusiness'). 8. A denied spillover: The saga of 'liability rules' vs. 'invalidity rules' principle. 9. The general theory of contract law and the (pseudo) 'spillover': The influence of Directive 93/13 on civil law - A tale of disgraceful deposits and other occurrences. 10. The general theory of contract law and the (systemic) 'spillover': The influence of Directive 93/13 on civil law - nullity, default rules, legal infrastructures. 11. Legal infrastructures and case-law (systemic) 'spillovers': The case of the ex parte payment order as an example of the influence of Directive 93/13 on civil procedure.

1. A puzzling 'spillover': is there anything 'unexpected' in the making of European Law? What is wrong with it? – Compared to the original view of consumer law put forward by the most insightful legal scholars at the beginning of its trajectory – asserting that «*the originality of consumer law, in terms of its principles and concepts, lies merely in revealing a reality that preexisted it*» and that «*if the general theory of contract can*

(*) È il testo della mia relazione al seminario su *Spillover Effects of Implementation of EU Law. A Threat to the Coherence of National Private Law?*, Ruhr Universität Bochum 22-23 June 2023, di cui un primo schema è stato già pubblicato in *Scritti in memoria di Rodolfo Sacco*, Torino, Utet, 2024, I, pp. 143-166.

and must be revised... it is due not to recent distortions, but to long-standing shortcomings that now come fully to light» [01] – we are now faced with the emergence of 'spillover' effects and 'surprise' rules.

These phenomena suggest a lack of oversight and foresight in the decision-making processes that shape the direction and development of the legal system, which unfolds in a manner not entirely under control. This occurs due to an information deficit, through self-generating legal disciplines that evolve along trajectories that are partly systematic, but also partly random.

Over time, the developments of European consumer law within Italian law have undergone significant changes. Initially, its impact may have seemed limited and not immediately clear. However, as time has passed, consumer law has progressively gained importance and has become a prominent component of civil law.

Some even argue that consumer law has become the cornerstone of general contract law [02].

In any event. it has exerted a significant influence on legislation, the culture of civil law, conceptual frameworks, and the remedial infrastructures of the legal system. This discipline of contract law aligns itself with the regulation of the market and achieves this by governing individual exchange acts rather than the overall behavior of the market as

01 G. Rouhette, *Droit de la consommation et théorie générale du contrat*, in *Études Rodière*, Paris, Dalloz, 1981, p. 255 ff. : «*l'originalité du droit de la consommation, quant aux principes et notions, n'est que de révéler une réalité qui lui préexistait*» and «*si la théorie générale du contrat peut et doit être rectifiée ... c'est en raison non pas d'alterations* récentes, mais de *déficiences anciennes, qui apparaissent déshormais en pleine lumière*».

02 This idea is discussed in academic literature with various nuances. See e.g. V. Roppo, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici* (*General law of contracts, consumer contracts, and asymmetric contracts*), in E. Navarretta (ed.) *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore* (*European Contract Law between General Principles and Sector-Specific Rules*), Milano, Giuffrè, 2007, p. 289 ff.

a whole [03].

Directive 93/13 is no longer considered a peripheral or specialized area regulated by a separate «*specialized private law*» (*Sonderprivatrecht*), but rather an integral part of the broader civil law framework. This perspective is reflected in the Italian implementation of the directive. Initially (1996-2005), it was incorporated into the general framework of contract law within the 'civil code'. However, in 2005, it was included in the so-called consumer «*code*» [04].

In a broader sense, these harmonization interventions imply a new form of contract regulation that differs from the traditional approach found in civil codes. In the civil codes, the subject of the contract is considered as an 'abstract' and 'neutral' entity. However, in these harmonization efforts, the subject is considered in terms of their economic and social qualities, which constitutes a significant difference. Some authors say that, in these cases, the law has 'removed the blindfold' that traditionally, and indeed for valid reasons, covers the eyes of justice.

Besides, the new configuration of domestic law reflects a significant shift, with a considerable portion of domestic legislation originating from European sources. This trend highlights the growing influence and integration of European law within national

03 F. Denozza, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in G. Gitti *et al.* (curr.), *I contratti per l'impresa*, Bologna, il Mulino, 2012, I, pp. 69 ff., part. p. 81: «*neo-liberal theses do not deny – except on an abstract theoretical level, practically completely irrelevant – the idea, dominant for most of the last century, that the market is not a spontaneous order, which asserts itself naturally when the impediments to its unfolding have been eliminated, but it is an artificial construction which must be continuously supported by interventions aimed at preventing and remedying its failures. The difference with respect to the dominant ideas in the first decades after the Second World War does not lay in the repudiation of the idea that the markets should be somehow controlled, but in the idea of being able to control the markets starting from the government of individuals rather than from the government of large aggregates. Thus we move from a regime of control over consumption and overall investments, to intervention on the rights of the individual consumer and individual shareholder, from a regime of control over the money supply in circulation, to the regulation of intermediaries, banks, etc. It is therefore not surprising that by observing the legislation as a whole, one can notice (although comparisons of this kind may not make much sense) an increase and not a decrease in the rules. From this point of view – entity, extent and complexity of regulation – the neo-liberal period shows much more affinities with the immediately preceding one than it does with the handed down image of Manchesterian capitalism. No surprise therefore that the affirmation of the reasoning of the economic analysis of law, a juridically rigorous version of neo-liberal ideas, did not lead to a return to a harmonious system, but to the creation of an enormously jagged system along the fault lines marked by the infinite hypotheses of market failure that can be configured from time to time*». See also L. Nivarra, *Diritto privato e capitalismo. Regole giuridiche e paradigmi di mercato*, Napoli, Editoriale scientifica, 2010.

04 However, the consumer code cannot be considered a sector-specific regulation since it is a so-called «horizontal» or «conditional» regulation.

legal systems [05]. In this fragmented and Balkanized system of legal sources, it appears that the reference to the overall 'system' as a tool and limit for legal interpretation has been diminished or lost. The diverse origins and sources of law within this system have contributed to a more complex and multifaceted legal landscape, making it challenging to maintain a unified and coherent approach to interpretation.

On one hand, it is important to recognize that European sources of law form a relatively independent compound of objective law, built upon its own concepts and subject to binding interpretation by the ECJ.

On the other hand, the substantive law of the European Union is not inherently complete or self-sufficient. It requires integration with the legal systems of member countries. Therefore, a process of coordination is necessary to harmonize it with the relevant internal provisions applicable to specific areas such as contracts, liability, forms of protection, and more.

Moreover, it is essential to keep in mind that EU private law, due to its institutional structure, normative content, and supranational nature, cannot be studied solely through traditional theories of sources and dogmatics [06]. It is important to acknowledge that European law, by its very nature, introduces notions and rules that may not be fully compatible with the diverse legal systems of individual member states.

Therefore the establishment of consumer law through European legal harmonization inevitably brings about a conflict between national law and European law.

European law outlines the objectives to be pursued, which, in theory, national legislators should implement considering the distinct characteristics of their respective domestic legal systems. However, in practice, this implementation does not always occur smoothly. Consequently, European law frequently clashes with the categories, divisions, and instruments of domestic law, occasionally creating separate spheres that deviate from the systemic evolution of law (e.g., through maximum harmonization).

European law relies on the consumer-friendly jurisprudence of the ECJ, an institution that has often viewed its role as primarily political, with the aim of advancing the inter-

05 According to a survey conducted by the Department of Community Affairs for *Il Sole 24 Ore*, covering the five-year period from 2014 to 2019, it was found that 177 out of the 299 legislative decrees published in Italy (59.2%) were enacted to implement European directives or decisions (A. Magnani, *La Ue è inutile? Il 60% dei decreti legislativi italiani 'nasce' a Bruxelles*, *Il Sole 24 Ore*, 11 May 2019, *www.ilsole24ore.com/art/la-ue-e-inutile-60percento-decreti-legislativi-italiani-nasce-bruxelles-ACh9ZAB*).

06 See in this regard L. Nivarra, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema: il diritto civile nella fase attuale dello sviluppo capitalistico*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2012, p. 211 ff., part. p. 240: «*the idea of the legal System is also behind our shoulders, and it has been replaced by a polyarchic and horizontal structure of law and sources of law*»; cfr. A. Zoppini, *Il diritto privato e le «libertà fondamentali» dell'Unione Europea (principî e problemi della* Drittwirkung *nel mercato unico)*, in F. Mezzanotte (ed.), *Le libertà fondamentali del Trattato e il diritto privato*, Roma, RomaTrePress, 2016, p. 12.

nal market without strict adherence to compatibility with national legal systems. The Court's creative interpretations have often resulted in unforeseen developments of the regulatory tools introduced by legislation [07], it could be argued then that this interaction between European law and national legal systems, particularly in the context of consumer law, by its very nature, lays the groundwork for 'spillovers'.

Consumer law develops gradually based on the present opportunities from time to time, without a predetermined general plan, somewhat randomly, and certainly not systematically. As a result, the overall outcome may appear disorganized and, even more so, give rise to the phenomenon of 'spillover' [08].

Therefore, the influence of European law and the jurisprudence of the Court of Justice often leads to unexpected outcomes and produces consequences that were not anticipated by the European legislator. This can result in outcomes that are not entirely connected or even disconnected from the original purpose of harmonization envisioned by the legislator [09].

Indeed, some cases discussed herebelow plausibly do not represent an example of the 'spillover' effect, but rather an example of the impact that specific regulations, expanded and contextualized through the principles elaborated by the ECJ (especially effectiveness), can have on other areas of the legal and institutional system.

There are two aspects to consider in this regard: firstly, it must be acknowledged that European consumer law introduces modifications of national systems, based on cooperative coordination and the principle of the primacy of European law, which could be somewhat related to the concept of a 'System'. However, this presents the significant drawback that there is no 'system' that can be defined as such, and therefore, it is incapable of introducing that systematic constraint that serves as a guiding principle and limitation for the interpreter.

Secondly, the emergence of «*spillover effects*» and «*jack-in-the-box rules*» also

07 See in this regard the sharp wording used by P.G. Monateri, *La neutralizzazione del diritto pubblico nazionale da parte del diritto comunitario: un destino inevitabile? (The neutralization of national public law by European Union law: an inevitable fate?)*, in M. Atelli (cur.), *Giurisdizione della Corte dei Conti e responsabilità amministrativo-contabile a dieci anni dalle riforme*, Roma, Satura, 2005, p. 299 ff.: the Treaties «*are interpreted by the Court of Justice on the basis of their 'spirit', as 'fundamental rules' that give life to a 'structure of the Union', which in turn serves as an interpretative canon of the rules themselves, even in an anti-literal sense. The antithesis between the drafting practice of European standards and the interpretative practice of European standards is therefore complete and total ... it is a construct of thought that could well fall within the categories of 'magical realism'*».

08 Cf., on this topic and on the idea and taxonomy of 'spillover' effects, A. Johnston, *'Spillovers' from EU Law into National Law: (Un)intended Consequences for Private Law Relationship*, in D. Leczykiewicz, S. Weatherill (eds.), *The involvement of EU Law in Private Law Relationships*, Oxford, Hart Publishing, 2013, Oxford Legal Studies Research Paper No. 69/2012.

09 T. Wilhelmsson, *Jack-in-the-box Theory of European Community Law*, in L. Kramer, H.-W. Micklitz e K. Tonner (curr.), *Liber amicorum Norbert Reich*, Baden-Baden, Nomos, 1997, p. 177 ss.

suggests that decision-makers may make choices that are potentially unchecked due to an information deficit [10]. The point here is that these modifications of domestic law occur outside of a predefined and pre-deliberated framework of changes, thus also outside of a specific, explicit, and publicly debated political deliberation. In a certain sense, they are self-generative disciplines that develop along partly organic and partly random lines, without a democratic mandate.

The elements introduced by EU law are therefore capable of not only modifying existing norms but also generating new norms that may not have been anticipated in the decision-making process. This occurs through the integration of these elements with the fundamental principles of European law. Such integration leads to modifications in the internal system and various domains of substantive and procedural law. These modifications arise both from the normative changes introduced by EU law and the necessity to adapt pre-existing legal institutions to meet the specific requirements of European law, as interpreted by the ECJ [11]. However, it is important to note that these changes are introduced episodically, often lacking a unified and cohesive design.

2. The Italian and German legal system vis-à-vis with Directive 93/13: An inverted mirror. – In German law, the implementation of the directive resulted in a reform of the *AGBG* (General Terms and Conditions Act), its expansion, and its integration into the *BGB* (German Civil Code). The doctrinal and jurisprudential resolution of the issue of mass contracts stemmed from the general clauses of the BGB (§ 138, § 241), which in turn led to the development of the AGBG.

On the other hand, in Italian law, certain provisions concerning mass contracts were already included in the original text of the Civil Code of 1942. Specifically, Article 1341 of the Civil Code deals with the effectiveness of general contract terms, subject to the knowledge or potential knowledge of the adhering party (as stated in the first paragraph) [12] while the second paragraph deals with the unfairness of specific terms in mass contracts, such as withdrawal, renunciation, determination of competent courts, arbitration, and limitations of liability [13].

10 P. Melograni, *Saggio sui potenti*, Bari, Laterza, 1977, rprnt. Torino, Einaudi, 2019 («*the reality of power is different from appearances. A leader knows very little about the world around him, and very little is able to transform it*»).

11 See Monateri cited above, at note 7.

12 Art. 1341 c.c.it., 1st para.: « General terms prepared by one of the contracting parties are only effective against the other, if at the time of conclusion of the contract the latter knew them or should have known them using ordinary diligence».

13 Art. 1341 cc.it., 2nd para.: «If they are not specifically approved in writing, such terms are in any case void, which establish, in favor of the person who prepared them, limitations of liability, the right to withdraw from the contract or to suspend its execution, or sanction the responsibility of the other contracting party forfeitures, limitations on the right to raise objections, restrictions on contractual freedom in relations with third parties, tacit extension or renewal of the contract, arbitration clauses or derogations from the jurisdiction of the judicial authority».

In parallel, Article 1342 of the civil code stipulated that in contracts concluded through the use of forms or standard documents, any additions made by the parties would prevail over the pre-printed text, even if not crossed out. This provision also referred back to Article 1341, specifically addressing the issue of unfair terms.

At the time of their introduction, these rules held significant importance.

Notably, in the Minister of Justice's Report to the King dated 16 March 1942, the new regulations were connected to the «*need to ensure the uniformity of the content of all contract of an identical nature, for a more precise determination of the risk involved*», and therefore the need to organize the business activity on the basis of standardization and of an overall forecast of the costs inherent in customer relations, which cannot vary from single contract to contract (these are, in fact, businesses destined to translate into a myriad of contracts, needing, for the very definition of the product and organization of the business itself, a high quotient of standardization).

It therefore specifies that «*today's [1942] economic life is also based on a rapid execution of contracts, which is the condition for an acceleration of the production; to this requirement the need for freedom of negotiation must be sacrificed, which would impose obstacles that are often insurmountable*».

Lastly, he adds that he wants to «*remedy any abuse, first of all by giving legal effectiveness only to the general conditions that the customer had known or should have known at the time of the contract [...] secondly by declaring particularly serious clauses null and void, if on the same your attention has not been specifically called*».

In the 1960s and 1970s, Italian scholars recognized the need to modernize the system, highlighting the inadequacy of the civil code's regulations in providing effective protection for weaker parties in adhesion contracts.

Many of these reform attempts drew inspiration from the German experience, focusing on concepts such as «*Gute Sitten*», good faith and fairness, deviations from default rules, information requirements, and an analogical interpretation of the list of unfair terms.

However, it is noteworthy that the pre-existing legal provisions limited the judiciary's exploration of new paths for protection through the application of general clauses like «*ordre public*» and «*good faith*» [14].

The two legal systems come therefore to the stage of implementation of the directive from two specular and inverse positions, which it seems to me interesting to underline with regard to the topic of 'spillovers' of directive 1993/13.

14 See V. Roppo, *Contratti standard. Autonomia e controlli nella disciplina delle attività negoziali di impresa*, Milano, Giuffrè, 1975 (reprint, 2017), p. 232.

3. The implementation of Directive 1993/13 in the Italian legal system. – It is indeed crucial to examine how Member States implement European directives, as European law significantly overlaps with the system of contract law and contains the potential for a substantial modification of it.

The inclusion of Union legal regimes into the domestic legal system requires careful consideration to understand the actions taken by national legislators.

In the case of the Italian legislator, as maybe in other Member States, there is a tendency to implement directives without genuine efforts at harmonization, and sometimes without any harmonization efforts at all. However, in the case of Directive 93/13, which was a historic event awaited for fifty years, there was some debate surrounding its implementation.

The implementation of the directive in Italy does not differ significantly from the European text. Interestingly, the Italian text even adopted a term (the famous «*despite good faith*») derived from a translation error in the Italian version of the directive. Although this error has been corrected by the European legislator (albeit after 22 years!) [15], it remains unmodified in the Italian text.

This provision assumes therefore a different meaning in the Italian context and needs to be interpreted accordingly, within the limits set by Article 8 of Directive 93/13.

Another relevant debate took place regarding the choice of where to insert the implementing rules. There was discussion on whether to proceed with implementation through a «*special statute*» as previously done for civil law directives [16], or whether to insert the implementation text in the Civil Code [17].

The options considered included inserting it in the section dedicated to agreements between parties alongside the existing regulation of general conditions of contract (Articles 1341-1342) [18], in the Fifth Book of the Civil Code regulating the professional ex-

15 By the *Amendments to Council Directive 93/13/CEE, of 5 April 1993, concerning unfair termis in consumers' contracts*, in *GUE* 4 June 2015, L 137, p. 13 the Italian text was amended as follows: instead of «*si considera abusiva se, malgrado il requisito della buona fede, determina*» («it is deemed unfair if, notwithstanding the requirement of good faith…»), «*si considera abusiva se, in contrasto con il requisito della buona fede, determina*» («it is deemed unfair if, contrary to the requirement of good faith…»).

16 Unlike those on Company Law, which for obvious reasons have led to an overall and radical modification of the company regulations contained in the Fifth Book of the It. Civil Code.

17 The law of obligations and contracts for a set of reasons had been the most resistant to the changes brought about first by the advent of the Constitution in 1948, then by the work of the Constitutional Court starting from 1953, then by the social legislation of the 1960s and 70s and finally from the harmonization of European legislation starting from the 70s-80s as regards civil law in particular.

18 See above, notes 11-12.

ercise of economic activities (Article 2062) [19], or in a new chapter (Chapter XIV-bis) at the end of the general part of the contract (Articles 1321-1469). Ultimately, the new regulation of 'consumer contracts' was included in the general discipline of the contract in a separate chapter.

These aspects seems to me significant for understanding the relationship between «*special private law*» and «*general private law*», which is profoundly affected by the topic under discussion.

4. 'Good faith' (unintention, honesty) or 'good faith and fair dealing' ('fairness', 'Treu und Glauben', 'buona fede e correttezza')? An attempt to prevent spillovers? – The distinction between «*regardless of good faith*» and «*contrary to good faith*» holds important theoretical significance. The interpretation of the provision relies on the term «*good faith*» used in the text, which determines the extent of the judge's authority and the parties' expectations when seeking the application or opposition to the remedy at law.

In other Member States, the implementation of the directive has followed different approaches. In U.K. it has been stated that a clause is considered «*unfair*» when it is «*contrary to the requirement of good faith, causes a significant imbalance in the parties' rights and obligations under the contract, and is to the detriment of the consumer*» (Consumer Rights Act 2015, paragraph 62).

In Germany, reference is made to the principle of «Gebot von Treu und Glauben» (duty of loyalty and good faith): «*Bestimmungen in Allgemeinen Geschäftsbedingungen sind unwirksam, wenn sie den Vertragspartner des Verwenders entgegen den Geboten von Treu und Glauben unangemessen benachteiligen. Eine unangemessene Benachteiligung kann sich auch daraus ergeben, dass die Bestimmung nicht klar und verständlich ist*» (BGB, § 307, 1° co.) [20]

In France, there is no reference to good faith, but rather to all elements relevant at the time of contract conclusion. The original wording, in force until 2016, states: «*dans les contrats conclus entre professionnels et non-professionnels ou consommateurs, sont abusives les clauses qui ont pour objet ou pour effet de créer, au détriment du non-professionnel ou du consommateur, un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat … Sans préjudice des règles d'interprétation … le caractère abusif d'une clause s'apprécie en se référant, au moment de la conclusion du contrat, à toutes les circonstances qui entourent sa conclusion, de même qu'à toutes les autres clauses du contrat. Il s'apprécie également au regard de celles contenues dans un autre contrat*

19 Art. 2062 c.c.it.: «*The professional exercise of economic activities, is governed by laws and regulations*».

20 «*Provisions in the General Terms and Conditions are ineffective if they unreasonably disadvantage the contractual partner of the user contrary to the requirements of good faith. An unreasonable disadvantage may also arise from the lack of clarity and comprehensibility of the provision*».

lorsque la conclusion ou l'exécution de ces deux contrats dépendent juridiquement l'une de l'autre» (Code consomm. L 132-1) and later, as of 10 October 2016: «*dans les contrats conclus entre professionnels et consommateurs, sont abusives les clauses qui ont pour objet ou pour effet de créer, au détriment du consommateur, un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat … sans préjudice des règles d'interprétation … le caractère abusif d'une clause s'apprécie en se référant, au moment de la conclusion du contrat, à toutes les circonstances qui entourent sa conclusion, de même qu'à toutes les autres clauses du contrat*» (Code consomm. L 212-1) [21].

In the Italian legal system the legal provision deems unfair (vessatorie) terms «*che determinano, malgrado la buona fede, un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi…*» («*that, despite [or regardless of] good faith, result in a significant imbalance between the rights and obligations*»).

The wording used in the provision seems to imply a negative view of «good faith». It suggests that unfairness and imbalance can occur regardless of the presence of good faith.

According to a first possible interpretation the judge should not to consider the subjective good faith of the professional or their lack of malice when assessing the imbalance.

However, the interpretation, in accordance with the directive's intention, should in any

21 «*In contracts concluded between professionals and non-professionals or consumers, terms are unfair if their purpose or effect is to create, to the detriment of the non-professional or the consumer, a significant imbalance between the rights and obligations of the parties to the contract. Without prejudice to the rules of interpretation provided for in Articles 1156 to 1161, 1163 and 1164 of the Civil Code, the abusive nature of a clause is assessed by referring, at the time of the conclusion of the contract, to all the circumstances surrounding its conclusion, as well as to all the other clauses of the contract. It is also assessed with regard to those contained in another contract when the conclusion or the execution of these two contracts are legally dependent on each other*» (L 132-1), and, respectively, «*in contracts concluded between professionals and consumers, unfair terms are those which have the purpose or effect of creating, to the detriment of the consumer, a significant imbalance between the rights and obligations of the parties to the contract. Without prejudice to the rules of interpretation … the unfairness of a clause is assessed by referring, at the time of the conclusion of the contract, to all the circumstances surrounding its conclusion, as well as to all the other clauses of the contract. It is also assessed with regard to those contained in another contract when the two contracts are legally linked in their conclusion or their execution*» (L 212-1).

case focus on countering imbalances with objective good faith as well [22].

A different interpretation, proposed by some authors, is that the Italian law actually refers to objective good faith. According to this interpretation, the phrase «regardless of despite good faith» means that a judgment of good faith is not necessary at all.

Nullity should solely depend on the existence of an imbalance. In this view, the judgment is based on fairness, understood as equity and the balance of rights and obligations, rather than on good faith [23].

This interpretation was intended to protect, to the extent possible, the system of the Civil Code from potential disruptive effects that could arise from the reintroduction of the concept of good faith. So it may said it was an attempt to prevent disruptive 'spill-overs'.

The concept of good faith and fairness has traditionally held in Italian law a more limited meaning compared to German one.

In traditional judicial interpretation, good faith has played a marginal role. It is possible to argue that the different role played by good faith in the current state of the Italian legal system can be traced back to the introduction of European harmonized law.

---

22 See ECJ, 15 March 2012, in case C-453/10, *Pereničová*, para. 45 ff.: «*the determination of unfairness represents one element among others on which the competent judge can base, according to Article 4(1) of Directive 93/13 [Article 34 of the Italian cod. cons.], his assessment of the abusive nature of contractual clauses... However, this determination does not have a direct impact on the assessment, from the perspective of Article 6(1) of Directive 93/13 [Article 36 of the Italian cod. cons.], of the validity of the credit agreement entered into*». In legal scholarship, see F.D. Busnelli, *Una possibile traccia per una analisi sistematica della disciplina delle clausole abusive*, in C.M. Bianca and F.D. Busnelli (eds.), *Commentario al capo XIV bis del codice civile: dei contratti del consumatore*, Padova, Cedam, 1999, pp. 25 ff. (which also considers good faith as the basis for the analogical application of the new provision; in this regard, see also A. Barenghi, *sub art. 1469-bis*, in Id. (ed.), *La nuova disciplina delle clausole vessatorie nel Codice civile*, Napoli, Jovene, 1996, p. 52 ff.; P. Sirena, *La categoria dei contratti d'impresa e il principio della buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, p. 415 ff.). It should be noted that the reference to subjective good faith was later confirmed in the *Commission Report on the Consumer Code*, despite the Council of State suggesting to specify the reference to objective good faith (p. 17: «*the current text offers a higher level of protection to the consumer, allowing for the qualification of contractual clauses that result in a significant imbalance between the performances, to the detriment of the consumer, despite the subjective good faith of the other contracting party, without requiring further determination of the violation of the rules of good faith*»).

23 It seems to me that this was the underlying thought of L. Mengoni, *La disciplina delle 'clausole abusive' e il suo innesto nel corpo del codice civile* (*The regulation of 'unfair terms' and its integration into the Civil Code*), in *Rass. giur. en.el.*, 1997, p. 295 ff. However, also refer to C. Castronovo, *Profili della disciplina nuova delle clausole c.d. vessatorie, cioè abusive, in Europa e diritto privato* (*Profiles of the new regulation of so-called unfair or abusive clauses in European and private law*), 1998, pp. 5 ff., and F. Piraino, *La buona fede in senso oggettivo* (*Objective good faith*), Torino, Giappichelli, 2015, p. 491 ff. (who emphasizes the distinction between rules of balance, based on equitable criteria, and rules of good faith, relevant only in relationships based on negotiation between the parties).

Good faith in the civil code had a role in the interpretation of contracts (Article 1366 of the Italian Civil Code) [24], the behavior of the parties in negotiations and drafting/executing (formazione del contratto) (art. 1337 It. c.c.)[25], in the course of performance (1375 It. c.c.)[26] and in the obligations generally speaking (art. 1175 c.c.)[27].

Specifically, in Italian legal thought, the concept of good faith had come to be recognized as having the function of introducing new obligations between the parties within the contractual framework. Some even argued that these obligations could deviate from legal provisions [28].

Hence, good faith was attributed a supplementary role similar to that of Article 1374 of the Italian Civil Code. Just as Article 1374 allows for the supplementation of contracts by the judge, the concept of good faith was seen as providing a basis for the introduction of additional obligations beyond what is explicitly stated in the contract [29].

However, the breach of obligations of good faith was limited to a compensatory remedy, without affecting the validity of the contract. This was based on the principle of distinguishing between rules of conduct and rules of validity in contract law.

The typical grounds for nullity or cancellation of a contract due to the conduct of one of the parties did not include violations of the obligation of good faith [30].

On the other hand, the judicial use of good faith in interpreting contracts tended to emphasize its role as a tool to invoke pre-existing rules and obligations. In this context, good faith served as a guiding principle for the courts to interpret contractual provisions in line with established norms and expectations [31].

Indeed, the implementation of Directive 93/13 introduces a potentially disruptive element of novelty by attributing to the violation of the rule of good faith and fairness a new meaning in terms of the validity of the contract. This new interpretation relies on a concrete assessment by the judge, which represents an atypical approach in the Italian legal system, as nullity issues are traditionally determined by specific legal provisions rather than judicial discretion. This shift towards a more discretionary approach to de-

24 Art. 1366 c.c.it. «*the agreement must be interpreted in good faith*».

25 Art. 1337 c.c.it. «*the parties must behave in good faith in negotiations and in execution of the contract*».

26 Art. 1375 c.c.it. «*the contract must be performed in good faith*».

27 Art. 1175 c.c.it. «*the debtor and the creditor must behave according to the rules of fairness*».

28 S. Rodotà, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, Giuffrè, 1970.

29 Art. 1374 c.c.it. «*the parties are binded not only to what is expressed in the contract, but also to all the consequences deriving therefrom according to the law, or, failing that, according to custom and equity*».

30 See L. Mengoni, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa*, 1997, p. 1 ff. Cf. however F.D. Busnelli, *Note in tema di buona fede ed equità*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, I, p. 552.

31 See M. Barcellona, *Diritto, sistema e senso. Lineamenti di una teoria*, Torino, Giappichelli, 1996.

termining the validity of contracts represents a significant departure from traditional norms and practices.

5. Two unsuccessful 'spillovers': Definition of 'consumer'. *Scope of collective injunction* – The highlighted features (consumer law being a discipline of the general part of the contract and the regulation of the market through the discipline of the contract) explain why the legitimacy or opportunity of a regulation of unfair terms limited to consumer contracts has been questioned from the beginning.

It has been argued at the time that discrimination against consumer contracts compared to other contracts on the market did not appear justified, precisely because of the ratios behind regulatory intervention: the asymmetries of bargaining power and the need to address market failures occur not only in the final market of goods and services, but also in intermediate markets. Furthermore, the removal of barriers to competition in the context of building the internal market, the establishment of a regulatory environment capable of harmonizing the costs arising from legislation on the contractual activities of businesses in the market, and the promotion of fairer contractual relations in market exchanges were all factors that supported the need for intervention.

Scholars argue however that the mere presence of contractual 'weakness' is not sufficient to justify intervention in the contract. Instead, it is necessary for the legislator to «specify and qualify» this weakness «*by defining a category of individuals who typically demonstrate a need for protection, justifying on these bases the exceptions to subjective egalitarianism of traditional private law*», so that contractual 'weakness' (information, bargaining power) represents «*if anything, the ratio of new disciplines that derogate from the classic rules of the contract: the 'weak' party is on the contrary too generic a category to reach the nomothetic dimension*». Moreover, such an outcome would be «*in contradiction with the principle of generality of the rule which characterizes objective law*».

From a similar standpoint, it has been additionally argued that the terms «*fair*» and «*balanced*» are not self-contained in terms of meaning. «*Their communicative function relies on their relationship with the paradigm or model according to which they are applied. These terms indicate the outcome of an evaluation that occurs within a framework external to their own field, meaning that their significance is not contained within the expressions themselves*» [32].

Following these considerations, the Italian Constitutional Court was tasked with addressing the issue of the legitimacy of such interventions, including from a constitutional perspective. The Court acknowledged that the decision to focus this type of intervention on specific areas of the market falls within the discretion of the legislator. In

32 Thus, respectively, A. NICOLUSSI, *I consumatori*, in L. NIVARRA (ED.), *Gli anni settanta del diritto privato*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 422 f. (italics in the original), and D. MESSINETTI, *Il 'falso' problema normativo della giustizia contrattuale*, in *RIV. CRIT.DIR.PRIV.*, 2009, p. 617.

other words, it is up to the legislator to determine the scope and extent of regulations addressing unfair terms in contracts within individual sectors of the market [33].

Coming to the issue of the definition of consumer, which is necessary to identify in order to delimit the scope of application of the regulation the thesis of ECJ jurisprudence, which emphasizes the exclusive 'consumer purpose' in determining the application of consumer contract regulations, has indeed prevailed. According to this perspective, consumer contracts should primarily serve the 'consumer purpose', and only contracts with an entirely marginal 'non-consumer purpose' may be considered without excluding the application of consumer contract regulations. In other words, the focus is on protecting consumers in transactions where the primary intention is for personal use or consumption, rather than for commercial or professional purposes [34].

One may identify an unsuccessful 'spillover' attempt in this context.

The term 'spillover' refers to an attempt to expand the application of consumer contract regulations to contracts that do not strictly fall within the category of consumer contracts.

In this case, it seems that there was an effort to extend the reach of consumer contract regulations beyond their intended scope.

However, this attempt was not successful, and the application of consumer contract regulations remained limited to contracts specifically intended for consumer purposes.

Indeed, there was an additional unsuccessful 'spillover' attempt in the first major dispute based on the regulation of unfair terms. The attempt aimed to extend the application of the injunction provisions, which appeared to have a broader scope, to include business-to-business (B2B) relationships. The argument put forth was that since the injunction provisions regulated market activity, they could also be applied to B2B relationships.

However, this attempt did not succeed, and the application of the injunction provisions

33 Const. Court of Italy, 22 November 2002, n. 469 (Contri), in *Foro it.*, 2003, I, c. 332 f.

34 Although it is known that: (a) in European law there is a tendency to shift the emphasis from the exclusive consumer purpose to the prevailing consumer purpose: for instance, in the directive on consumer rights (2011/83/EU), recital 17 explicitly expands the notion of a consumer to include cases where the individual has acted for reasons that are professional but limited enough not to appear predominant (see also, in the same vein, recital 18 of directive 2013/11 on ADR and recital 12 of directive 2014/17 on consumer mortgage credit); (b) in turn, in legal scholarship, facing the problem of cumulative purposes and of neutral purposes, there is a proposal to introduce a distinction between 'acts of the profession' and 'acts related to the profession', as well as between 'habitual acts related to the profession' and 'non-habitual acts related to the profession' (the latter to be included in the scope of application of consumer contracts regulation). For further clarification on this point, let me refer to A. Barenghi, *Diritto dei consumatori*, Milano, Wolters-Kluwer, 2020, p. 40, p. 44 ff.

remained limited to consumer contracts [35].

6. A statutory 'spillover': Asymmetric contracts between businesses (B2B). – The issue of whether corrective action is needed for contracts in B2B (business-to-business) areas has primarily emerged within the legislative sphere.

The legislator, recognizing the regulatory needs and protection mechanisms present in consumer-business relationships, has introduced a discipline analogous to that of consumer contracts in certain B2B areas. This recognition of similarities and the implementation of corresponding measures reflect the understanding that similar issues of fairness and power imbalances can arise in B2B transactions. Consequently, these legislative actions have led to discussions about the inclusion of such regulations within the broader framework of 'consumer law', as they address similar material concerns and seek to establish safeguards in contractual relationships beyond traditional consumer transactions.

The regulation on industrial subcontracting, as defined in Law 192/1998, addresses the issue of abuse of economic dependence and applies to all contracts between businesses. This provision aims to prevent unfair practices and protect the weaker party in a business relationship, similar to the principles underlying consumer protection laws [36].

Another relevant aspect is the regulation against delayed payments in commercial transactions, which implements a European Directive and introduces strict rules regarding payment terms, default interest, and nullity of clauses that are «grossly unfair to the detriment of the creditor». This regulation, outlined in Legislative Decree 231/2002 (implementation of directive 2000/35/EEC), reflects the need to address unfair practices in business-to-business transactions, particularly concerning delayed

35 The decision of the Court of Rome – while judging several dozen of unfair terms in the forms recommended or used by the Italian Banking Association and of two large banks such Banca popolare di Milano and Banca Fideuram – rejected this argument: *MFD vs. Banking Association (ABI), Banca Fideuram , Banca popolare di Milano*: Trib. Rome, 21 January 2000 (Lamorgese), in *Giur. it*., 2000, c. 247, followed by App. Rome, 24 September 2002 (Bernabai), in *Giur. it*., 2003, I, c. 119; and by Cass., 31 May 2008, n. 13051 (Salmè), in *Foro it*., 2008, I, c. 2474. Such decisions seem very useful (especially the first one, because the scope of the dispute then progressively narrowed in the subsequent levels of judgement) to appreciate the surprising delay of Italian banks in adapting to the European directive on *Unfair terms in consumer contracts*.

36 «The abuse by one or more companies of the state of economic dependence in which a customer or supplier company is found is prohibited. It is meant by economic dependence the situation in which a company is able to determine, in commercial relations with another company, an excessive imbalance of rights and obligations. Economic dependence is assessed also taking into account the real possibility for the party who has suffered the abuse to find satisfactory alternatives on the market».

payments [37].

The discipline of the 'commercial affiliation' or 'franchising' contract in Italy, governed by Law 129/2004, addresses the specific characteristics and requirements of this type of contractual relationship.

The Act 129/2004 introduces specific provisions to protect the interests of the 'weak' business, typically the franchisee, in the franchising relationship. The Act establishes requirements for the form and content of the contract, ensuring that essential information is provided to the franchisee before entering into the agreement.

The objective of this regulatory framework is to ensure transparency, fairness, and balance in franchising contracts. It aims to prevent the abuse of power by the franchisor and provide adequate safeguards for the franchisee. By addressing the specific needs and vulnerabilities of the franchisee, the legislation contributes to the overall objectives of fair contractual relations in the market [38].

The discipline relating to commercial relations within the agri-food chain in Italy, as established by Legislative Decree 24 January 2012, No. 1, converted into Law 24 March 2012, No. 27, had introduced specific provisions aimed at protecting the interests of the 'weak' contractors within this sector [39]. The legislation addresses the relationships between different actors in the agri-food supply chain, such as farmers, producers, distributors, and retailers.

The notion of «*market contracts law*» refers to the idea of a comprehensive legal framework that encompasses various types of contracts where one party is engaged in business activities.

These contracts involve interactions between businesses and consumers, users, or

37 «*The clauses relating to the payment term, the rate of default interest or compensation for recovery costs, for any reason envisaged or introduced in the contract, are null and void when they are seriously unfair to the detriment of the creditor. The judge declares, even ex officio, the nullity of the clause having regard to all the circumstances of the case, including the serious deviation from commercial practice in contrast with the principle of good faith and fairness, the nature of the goods or service object of the contract, the existence of objective reasons for derogating from the rate of statutory default interest, the terms of payment or the flat-rate amount due as compensation for recovery costs*».

38 «At least thirty days before signing a contract of commercial affiliation the franchisor must deliver to the aspiring affiliate a complete copy of the contract from to subscribe» (art. 4). « The franchisor must hold, at all times, vis-à-vis of the aspiring affiliate, a behavior inspired by loyalty, correctness and good faith and must promptly provide, to the aspiring affiliate, any data and information that the same deems necessary or useful for the purpose of stipulating the contract commercial affiliation, unless it is information objectively confidential or the disclosure of which would constitute violation of third party rights» (art. 6). «If one party has provided false information, the other party can request the cancellation of the contract pursuant to article 1439 of the civil code as well as compensation for damages, if due» (art. 8).

39 Refer now to Directive 2019/633/UE and Law 22 April 2021, No. 53, Article 7.

other agents who are also operating within their business capacity. The concept of «market contracts law» aims to avoid the «*abandonment of the fundamental concept of contract law while acknowledging the existence of different categories of contracts that reflect current economic and social values*» [40].

7. Widening of the definition ('consumer' and 'traveler', 'consumer' and 'microbusiness'). – The legislator, who previously used the terms 'consumer' and then 'tourist' to define the recipient of protection concerning the regulation of package travel, now adopts the term 'traveler'.

In recital 7, Directive 2015/2302/EU on package travel justifies the extension of the concept of a traveler to also include professionals (who do not travel as part of a general agreement instrumental to their business). According to recital 7 of Directive 2015/2302, «*In order to avoid confusion with the definition of 'consumer' used in other Union legislation, it is appropriate to define the persons protected by this directive as 'travelers'*».

«*It is not always easy to distinguish between consumers and representatives of small businesses or self-employed professionals who book travel related to their commercial or professional activities through the same channels used by consumers. This type of traveler often requires a similar level of protection*».

The position of small and micro-business owners assumes significance in consumer law in various other aspects. Firstly, in the regulation of unfair commercial practices, micro-enterprises are included as beneficiaries of protection, along with consumers.

However, generally speaking, there is also a general challenge of overcoming the persistent diversity of legal systems among Member States, which hinders the operations of businesses, especially small ones, beyond national borders and the establishment of cross-border relationships with consumers.

8. A denied spillover: the saga of the 'liability rules' vs. 'invalidity rules' principle: *Cass., s.u., 19 dicembre 2007, n. 26725.* – «*Regarding the nullity of a contract due to contravention of mandatory rules in the absence of an explicit provision in this regard (so-called 'virtual nullity'), the traditional approach should be confirmed. Unless otherwise stipulated by law, only the violation of non-derogable rules concerning the validity of the contract can lead to its nullity, while the breach of other imperative rules relating to the conduct of the contracting parties may give rise to liability. Consequently, in the context of financial intermediation, the violation of duties of information towards the client and proper execution of transactions, which the law imposes on authorized entities providing financial investment services (specifically, according to Article 6, Law No. 1/1991), can result in pre-contractual liability with consequent damages*». Such is the principle of law

40 G. OPPO, *Categorie contrattuali e statuti del rapporto obbligatorio*, in *RIV. DIR. CIV.*, 2006, III, p. 43 ff.

affirmed in a famous 2007 Supreme Court judgment [41].

«*The petitioner, alleging the violation of Article 1418 of the Civil Code and Law No. 1 of January 2, 1991, Article 6, criticized the appellate court for affirming that the violation of the provisions through which the aforementioned Article 6 imposes certain behaviors on financial intermediaries towards their clients, affecting these provisions in the pre-contractual or execution phase but not the content of the contract, could not result in its nullity*».

«*Otherwise – argues the petitioner – it would never be possible to derive the nullity of a contract from the violation of imperative rules that impose limits on the parties' freedom concerning external aspects of the transaction, such as the quality of the parties or the prerequisites and procedures of contracting. Conversely, there are numerous cases (for example: lack of authorization to carry out brokerage activities, failure to fulfill preliminary obligations in currency matters, and similar situations) in which the violation of rules unrelated to the content of the contract has been deemed sufficient to cause nullity*».

Such is the answer of the Court: «*The rules in question have an imperative character. They are established not only in the interest of the individual party but also in the general interest of the integrity of financial markets. These rules are binding on the will of the contracting parties. However, this significance alone is not sufficient to demonstrate that the violation of one or more of these rules leads to the nullity of contracts entered into by the intermediary with the client. It is evident that their violation cannot be devoid of legal consequences – as will be discussed – but it does not necessarily result in the nullity of the contract*».

The key lies in *distinguishing between rules of conduct for the parties and rules pertaining to the validity of the contract*. The violation of the former, both in the pre-contractual phase and in the implementation of the relationship, unless otherwise provided by law, gives rise to liability and may be grounds for contract termination if it constitutes a form of non-compliance with the general duty of protection and specific performance obligations imposed on the party.

However, it does not affect the formation of the contractual act, at least not in a way that renders it null and void.

41 This issue has generated a major discussion in Italian literature: see, *inter alios*, E. Scoditti, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*; G. D'Amico, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p. 37 ff.; A.A. Dolmetta, *Strutture rimediali per la violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, *www.ilcaso.it*, sez. II, *dottrina, opinioni e interventi*; F. Sartori, *La (ri) vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *www.ilcaso.it*, sez. II, *dottrina, opinioni e interventi*, doc. n. 92; D. Maffeis, *Discipline preventive nei servizi di investimento. Le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, p. 403 ff.; F. Galgano, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contratto e impresa*, 2008,p. 3 ff.

The fundamental obligation for each party to act in good faith and fairness, as stated in the civil code, leads to consequences that may, under certain conditions, affect the survival of the contract (such as annulment for fraud or duress, rescission for gross disparity, or termination for non-performance) and always entail contractual or pre-contractual liability. However, these consequences are evidently not considered sufficient to determine the radical nullity of the contract (although it may be subject to annulment, rescission, or termination), even though the obligation to act with good faith and fairness is unquestionably of an imperative nature.

This is also because the aforementioned duty of good faith and the duties of conduct, in general, are inherently linked to the circumstances of the specific case, making it impractical, in principle, to consider them as validity requirements that need to be examined according to predetermined rules in order to ensure legal certainty.

The assumption that, in modern legislation (also influenced by European regulations), the distinction between rules of validity and rules of conduct is becoming blurred, and there is a trend to apply the principle of good faith in the assessment of the validity of the act, is not sufficient to demonstrate that the above-mentioned principle has already been uprooted from the system of the civil code. It is possible that such an evolutionary tendency is indeed present in various sectors, but there is a difference between a tendency and an established principle. It should also be noted that the increasingly fragmented and less systematic nature of modern legislation requires caution in inferring from specific sectoral provisions the existence of new principles to advocate their general value and assert their applicability in sectors and cases not explicitly contemplated by specific and well-defined provisions.

Moreover, there has never been any doubt that the legislator can isolate specific behavioral circumstances by elevating the corresponding prohibition to the rank of a validity rule for the act. However, this falls within the scope of the already mentioned provision of the third paragraph (not the first paragraph) of the aforementioned Article 1418 of the civil code. In other words, these are still particular provisions that, in light of the aforementioned framework of the civil code, cannot be elevated to a general principle or applied in sectors where similar provisions do not exist, especially when, as in the present case, the alleged nullity should fall into the peculiar category of so-called protective nullities, i.e., nullities of a relative nature, which already have a special character in themselves».

9. The general theory of contract law and the 'spillover': the influence of the Directive 93/13 on civil law – A tale of disgraceful deposits and other occurences. – In recent case law, there have been attempts to extend the scope of consumer remedies and shape protective measures in a manner similar to consumer contracts, precisely beyond their original domain of application.

This includes invoking principles such as good faith, or in other cases, assessing the

lack of merit of the interests under Article 1322 of the Italian Civil Code [42]. This category seemingly appears to counter agreements of particular severity. However, this provision is not considered capable of pursuing instances of contractual justice, as they tend to be vague and insubstantial, especially when seeking to establish a 'balance between performances' by appealing to constitutional principles. This assessment is based not only on the historical origin of the codified provision but also on the inconsistency and vagueness of a generic claim to shape acts of private autonomy for the purpose of social utility [43].

Many doubts have been raised about the ease with which numerous judicial cases, the one mentioned being just one of the relevant ones, have used constitutional principles – particularly the principle of solidarity – in order to assert control over the fairness of the contract through Article 1322 of the Civil Code regarding the worthiness of interests, or the conflict with the rule of good faith permeated by the constitutional rule of solidarity (Art. 2 It. Const.), often neglecting, it is said, a deeper examination of the interpretive framework and resources of the system [44].

Indeed, beyond the situations where the content of the contractual rule directly conflicts with an inviolable right, when nullity can easily occur thanks to the receptive filter of public order, it is more difficult to accept that nullity or lack of worthiness can be invoked before a principle such as solidarity, which not only expresses a directive of conduct but also addresses, in addition to individuals, the legislator. Obstacles in this direction do exist, starting with the classic distinction between rules that pertain to the behavior and therefore the liability of the parties, and rules that instead concern the contents and validity of the contract [45].

Furthermore, other objections must be taken into account. The first resides in the very

42 Art. 1322 c.c. It., under the heading '*party autonomy*' the cornerstone norm prescribes in the first para. that «*the parties are free to determine the content of the contract within the limits imposed by the law*» and adds in the second para. that «*the parties may also enter into contracts that do not fall under specific regulations, provided that they aim to protect interests recognized by the legal system* [*interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico*]».

43 In the most recent (and indeed overflowing) literature, see extensively on this matter F. Azzarri, *Principio di trasparenza e prospettive rimediali: a proposito dei mutui (ai consuamtori) e dei leasing (ai professionisti) indicizzati a una valuta straniera* [*Principle of transparency and remedial perspectives: concerning mortgages (for consumers) and leasing (for professionals) indexed to a foreign currency*], in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, p. 129 ff., and futher literature cited therein.

44 V. D. Carusi, *Storia della caparra infame. Il diritto dei contratti tra «interpretazione analogica» e istanze di «giustizia materiale»* (*A tale of the disgraful deposit: Contract law between 'analogical interpretation' and demands for 'substantive justice'*), in A. D'Angelo-V. Roppo (eds.), *Annuario del contratto 2016*, Torino, Giappichelli, 2017, p. 43 ff.

45 Among others, v. F. Azzarri, cit.; E. Navarretta, *Il contratto «democratico» e la giustizia contrattuale* (*The 'democratic' contract and contractual justice*), in *Riv. dir. civ.*, 2016, p. 1267 ss.; in contrario, v. P. Perlingieri, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti* (*Civil law within constitutional legality according to the Italian-European system of sources*), IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, ESI, 2020, p. 115 ss.

latitude of the solidaristic precept, the penetration of which into the contract, at least for the sake of certainty, should be circumscribed in its conforming scope and presuppositions by the primary intervention of the legislator, as it is not conceivable to attribute to the judge an indiscriminate power of controlling the contractual balances. Then, the connection between the principle of solidarity and nullity, regardless of the technical means used to 'embed' it into civil law (namely, the judgment of worthiness or objective good faith), would end up bypassing the apparatus of contractual remedies (invalidity, rescission, specific consumer remedies) [46].

In a system of written law, such extensive leeway is not principle-consented for judges, and one sometimes gets the impression, while reading jurisprudential records, that, following the integration of internal legal systems into European law, there is a temptation to act like a common law judge without being subject to the constraints and lacking the traditional training of a judge in that environment

One of such cases was decided by the Constitutional Court, in two subsequent decisions, which are almost identical to each other, both pronounced following a referral of the constitutional question by the Court of Tivoli. The question was declared manifestly inadmissible in both cases: Constitutional Court, 24 Oct. 2013, No. 248 and Constitutional Court, 2nd Apr. 2014, No. 77.

«*In a civil lawsuit filed to obtain the refund of a sum that the plaintiffs claimed to have paid as an advance (approximately one-third of the agreed amount) for the purchase of a property, which could not take place due to the non-disbursement of a bank loan intended to cover the remaining price, the Court of Tivoli, before which the case was brought, raised a constitutional question regarding Article 1385, paragraph 2, of the Civil Code. The court questioned the constitutionality of the provision, which does not allow for a fair reduction of the amount to be retained or the double amount to be refunded in cases of manifest disproportion or justified reasons when the party who paid the advance is in default or when the party who received it is in default. According to the referring court, in this specific case, there is a need for a balanced protection of the rights of the non-defaulting party (i.e., the seller) to receive the advance, and the opposing interest of the defaulting party (i.e., the prospective buyer) not to lose a significant and excessive amount of money due to their own default, for which they have made every effort to find a solution, albeit with some negligence. However, the automatic nature of the provision in question does not leave room for the judge to apply any restorative remedy based on objective fairness and the overall contractual balance. Hence, the doubt about its 'unreasonableness'*»;

46 See B. Grunewald, *Numerus clausus der Gestaltungsklagen und Vertragsfreiheit*, in *ZZP*, 1988, p. 164, where a sentence by Werner Flume is mentioned, regarding *Geschäftsgrundlage*, warning «*daß diese Rechtsgestaltung nicht die Angelegenheit eines jeden Tages sein kann, wenn auch jeder Tag die Anregung geben mag*» (W. Flume, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, II, *Das Rechtsgeschäft*[3], Berlin-Heidelberg-New York, Springer, 1979, p. 528).

«*The referring court, on one hand, fails to fully investigate the actual scope of the agreements concluded by the contracting parties in order to assess whether the legal designation aligns with the actual function of the confirmatory deposit ('caparra confirmatoria'). On the other hand, it overlooks the potential intervention by the judge in relation to a contractual clause that reflects, as argued in this case, an unfair and significantly unbalanced regulation of the parties' conflicting interests. This is due to the court's ability, ex officio, to declare the nullity (total or partial) of the clause under Article 1418 of the Civil Code, based on its inconsistency with the principle of Article 2 of the Constitution (regarding the fulfillment of non-derogable duties of solidarity) which directly applies to the contract*, in conjunction with the principle of good faith, *to which it ascribes normative force. This approach aims to align the contractual relationship with the protection of the interests of the negotiating partner, to the extent that it does not conflict with the interests of the obligated party*» [47].

However regarding the law of deposit, it is relevant to see what recent case-law says: «*Given the structural and functional differences between the penalty clause and the confirmatory deposit ('caparra confirmatoria'), the power of reduction granted to the judge by Article 1384 cannot be applied to the confirmatory deposit. While the penalty clause serves the purpose of coercion and predetermined compensation in case of non-performance, the confirmatory deposit also serves as a partial advance payment in cases of performance. Furthermore, Article 1384, by granting the judge the power to modify the content of private agreements, is a provision that cannot be analogously applied as it is exceptional compared to the general rule established by Article 1322, which requires respect for the contractual autonomy of the parties*» [48].

«*The power of the judge to reduce the penalty, as provided for in Article 1384, cannot be exercised for the confirmatory deposit ('caparra confirmatoria'). This is due to the exceptional nature of the provision, which precludes its analogical application, as well as the structural differences between the two institutions. While both the penalty clause and the confirmatory deposit serve the function of pre-determining damages in case of non-performance, the confirmatory deposit also serves as a partial advance payment*

47 The Court refers to some decisions of the Italian Supreme Court such as Cass. 1994, n. 10511; Cass., 1994, n. 3775; Cass., 2005, n. 18128; Cass. 2009, n. 20106.

48 See Court of App. Firenze, 9 January 2023, n. 43, *Immobiliare Nievole* (in the specific case, the first-instance judgment had ordered the payment of double the agreed-upon confirmatory deposit, amounting to 180 million lire [equivalent to 92,962.24 euros], and the appellate court had reduced the amount that the party receiving the deposit could retain to 10,000 euros); *contra*, see D. Carusi, *op. cit*. Cf. It. Cass., 29 November 2022, n. 35068, *S.C.M.*: «*in the context of a preliminary contract, both the confirmatory deposit and the penalty clause, stipulated for the case of non-performance, reveal the common intention to induce the obligated party to fulfill their obligations. Therefore, both can coexist within the same contract. However, these two institutions differ in their scope of application. The confirmatory deposit is applicable when, as a result of withdrawal, the contract cannot be fulfilled anymore, while the penalty clause is applicable when the non-defaulting party prefers to demand specific performance or termination of the contract*».

in the event of performance» [49]; «*the structural and functional differences between the penalty clause and the confirmatory deposit prevent the analogical application of the exceptional provision that allows for the reduction of an excessively high penalty*», and therefore «*a judgment of the appellate court that has arbitrarily reduced the confirmatory deposit due to it being deemed excessive should be quashed without remand*» [50].

10. The general theory of contract law and the 'spillover': the influence of the Directive 93/13 on civil law - nullity, default rules, legal infrastructures. – In European law, unfair terms are deemed ineffective and cannot produce any legal effect. This principle is based on Article 6 of Directive 93/13/EEC and aims to enhance the effectiveness of rules regarding unfair terms in contracts. Moreover, according to the ECJ, the rule prohibits the revision or modification of unfair clauses.

The Court of Justice considers the effectiveness of the remedy to be compromised when professionals can rely on judicial integration or correction to obtain some form of protection for the interests included in the unfair clause, even if the criteria for such protection differ. In other words, allowing professionals to seek judicial intervention or correction would undermine the purpose of ensuring the ineffectiveness of unfair terms [51].

Therefore, the ECJ considers the application of supplementary or mandatory rules by the judge to be highly exceptional. Such an approach is only deemed permissible where it is necessary for the survival of the contract and the termination of the contract could jeopardize the effective protection of the consumer.

When the nullity of non-essential terms creates a void that needs to be filled, applying provisions of law regarding matters such as forfeiture, burden of proof, or competent court may not be a viable solution. Penalty clauses and the determination of default interest are additional examples where the possibility of integrating or applying contract law provisions becomes relevant.

Excluding the possibility of such integration or application in cases involving unfair terms not only nullifies the advantages obtained through those unfair terms but also deprives the professional party of the remedies that would typically be available to the contracting parties in those areas. This includes the exercise of autonomy that would normally be recognized in contractual matters, including the part that goes beyond the principle of fairness.

The balance between protecting consumers from unfair terms and preserving the contractual autonomy of the parties can be complex. The courts must carefully assess each case to ensure that the remedies and consequences of unfair terms are proportionate

49 It. Court of Cass., 25 August 2020, n. 17715, *V.L.*

50 It. Cass., 30 June 2014, n. 14776, *Unione generale immobiliare*.

51 See ECJ, 14 June 2012, C-618/10, *Banco Español*.

and align with the principles of fairness and legal certainty. While unfair terms are void and should not be enforced, the approach to penalties and default interest should consider the legitimate interests of both parties and aim to achieve a just outcome in line with the objectives of consumer protection and contract law.

Domestic law contemplates a power of moderation on the part of the judge (see art. 1384 of the civil code)[52]. Excluding the opportunity for integration or application of contract law provisions in the field of consumer protection serves to enhance the deterrent effect of remedies against unfair terms on businesses. The risk at stake, however, is not only the acquisition of unfair benefits but also the overall contractual benefits obtained. By applying the principles of effectiveness and dissuasiveness in consumer protection, European law has assigned a punitive function to nullity.

But the remedy must also be proportionate. The generalized denial of the judge's power of moderation, even when this is envisaged by the legislator, is not consistent with this principle. It is not clear why, where the national law provides for it, it cannot be the judge who 'moderates' the effects of the clause in such a way that the remedy is in any case dissuasive and effective, as well as, precisely, proportionate to the seriousness of the imbalance.

Another example is that of supplementary rules. According to the jurisprudence of the ECJ, if the supplementary rule determines a structure of contractual interests, in the event that the judge has to apply it in place of the clause declared void because it is unfair, it ends up leading to a revision of the contract which diminishes the effectiveness of the prohibition of unfair terms.

In this sense, the Court of Justice has even excluded not only the possibility of giving rise to the reduction of the penalty, but even the possibility of ordering compensation for the consumer's default (while the non-contractual liability is reserved) [53]. In such cases, again, the need of coordination of European law, and of its judicial configurations, with the system of domestic law is at the very least problematic [54].

52 «*The penalty can be reduced fairly by the judge, if the principal obligation has been partially performed or if the amount of the penalty is grossly excessive, always having regard to the interest that the creditor had in the performance*».

53 See ECJ, 7 November 2019, C-349/18 to C-351/18, Kanyeba et al., § 74.

54 These issues are discussed in depth, inter alios, by A. D'Adda, *Nullità parziale e tecniche di adattamento del contratto*, Padova, 2008; Id., *Giurisprudenza comunitaria e 'massimo effetto utile per il consumatore': nullità (parziale) necessaria della clausola abusiva e integrazione del contratto*, in *Contratti*, 2013, p. 23; S. Pagliantini, *Post-vessatorietà ed integrazione del contratto nel decalogo della CGUE*, in *Nuova giur. civ.*, 2019, p. 561 ff.; G. Vettori, *Il diritto privato europeo fra legge, Corti e diritti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, p. 1341 ff.; P. Iamiceli, *Nullità parziale e integrazione del contratto nel diritto dei consumatori tra integrazione cogente, nullità 'nude' e principi di effettività, proporzionalità e dissuasività delle tutele*, in *Giust. civ.*, 2020, p. 713 ff.

11. Legal infrastructures and jurisprudential 'spillovers': the case of the ex parte payment order as an example of the influence of Directive 93/13 on civil procedure. - With four judgments dated 17 May 2022, the ECJ raised a significant issue in domestic civil procedure [55]. As far as Italian law is concerned, such issue was resolved by the Court of Cassation, in joint session, with its decision dated 6 April 2023, n. 9479 [56], substantially revising civil procedural law regarding ex parte orders, their execution, and the limitations of delayed opposition.

The Supreme Court, on the basis of the ECJ judgements, therefore prescribes: (a) that the motivation of the payment order must necessarily contain a reference to the assessment of the non-unfairness of the contractual terms; (b) that following issuance of the payment order, when such motivation is missing, the enforcement judge has the duty to detect ex officio the existence of an unfair term; (c) in case of missing reasoning on unfairness and of failure to warn about the possibility of asserting said abusiveness only within a certain term the consumer debtor has the faculty to file a belated opposition; (d) to this aim Art. 650 c.p.c. must be disapplied.

It seems clear that this mode of reasoning goes well beyond the interpretation of national law (it should be noted, moreover, that the appeal is decided 'in the interest of the law' as permitted by Italian procedure, because the dispute had already been resolved at the time). In fact, it involves a substantial revision of national procedural norms, driven by the need for cooperative coordination with European law and the case law of the ECJ.

The case involved the issuance of an ex parte order, which is an order to pay or deliver based on written evidence, issued by the Judge without hearing the other party (*inaudita altera parte*), with the provision that the debtor can initiate regular adversarial proceedings within 40 days. In this case, the ex parte order was issued in favor of a professional, without the court detecting ex officio the presence of an unfair clause that introduced a forum different from the mandatory consumer forum.

The consumer who was subject to the ex parte order complained in the legal proceedings that the judge who issued the payment order failed to raise the unfairness of a clause that deviated from the principle of the mandatory consumer forum. The question at hand was whether or not the directive allows for a non-opposed ex parte order to prevent the subsequent finding of invalidity of unfair clauses.

The response from the European Court of Justice (ECJ) was that a payment order that has not been opposed and has become definitive should not preclude the enforcement

55 in C-600/19, Ibercaja Banco; sentenza in cause riunite C-693/19, SPV Project 1503, e C831/19, Banco di Desio e della Brianza; sentenza in C-725/19, Impuls Leasing Romania; sentenza in C-869/19, Unicaja Banco; sentenza in cause riunite C-693/19, SPV Project 1503, e C831/19, Banco di Desio e della Brianza

56 Such decision is summarized in the present chapter.

judge from identifying the unfair clause (and consequently, the invalidity of the order, even if it has become definitive). In other words, the non-opposed ex parte order does not prevent the court from examining and invalidating unfair contractual terms.

To address the imbalance between consumers and professionals, the national court needs to examine on its own initiative (ex officio) the unfairness of a contractual term that falls under the scope of Directive 93/13. This means that if the court has the necessary legal and factual elements to determine the unfairness of a term (which, according to Article 6(1), does not bind the consumer), it must carry out such an examination. The court has the responsibility to ensure that unfair terms are not enforceable against consumers. This requirement is aimed at protecting consumers and upholding the principles of fairness and consumer rights.

Member States are responsible for ensuring that their national procedures meet the requirements set by EU law while providing adequate protection to consumers against unfair terms. While ensuring consumer protection, Member States are not obligated to disregard their own procedural rules, as long as those rules are equivalent to similar domestic situations and do not unduly hinder the effective exercise of rights granted by EU law. In this case, the principle of equivalence is respected because «national law does not allow the enforcement judge to review an order that has the authority of res judicata, even in the presence of a possible violation of national rules of 'ordre public'» [57]. However, in a dynamic and complex process of integration, the internal discipline on the process, where necessary, must be flexed to the point of being adequate and congruent with the standards required by Euro-unitary law [58].

The omission of the judge of the interim proceedings, if not remediable in a subsequent venue, would definitively prevent the substantial gap existing in the process itself from being filled in order to be able to exercise, for the first time, one's defense in opposition to the ex parte order with full knowledge of the facts [59]. In other words, the *provocatio ad opponendum* that the interim order triggers would otherwise be missing, requiring that the debtor take action within a certain period to otherwise avoid the so-called *impositio silentii* on the issued ex parte order.

Precisely the impediment to the process, deferred, on the preliminary ruling of the unfairness of the clauses, consequent to the omission of the judge, frustrates the right of action and defense of the consumer.

This outcome is the result of a balance that the ECJ has carried out, oriented towards the «adequacy between protection needs and available forms of protection», between the needs of certainty of legal relationships, presided over by the principle of immutability of the decision, and those of effectiveness of the consumer protection imposed

57 *Ibercaja Banco.*

58 It. Court of Cass., S.U., 30 ottobre 2020, n. 24107

59 *Ibercaja Banco.*

by the directive, giving prevalence to the latter.

The outcome seems consistent with the principles of hearing and the full deployment of the right of action and defense in court which represent, together with the independence and impartiality of the judge, as well as the motivation of judicial measures, the cornerstones of the «due process» of which to articles 47 CFRUE and 6 ECHR and which, likewise, constitute the indefectible nucleus of the fundamental guarantees also administered by the Constitution, articles 24 and 111, as «supreme principles of the Italian constitutional order» [60] pertaining to the jurisdictional function.

The necessary tie between supranational and internal legal systems, which is necessary to make effectiveness of protection real in its dual declination: negative (aimed at overcoming the obstacles that, at a national level, stand in the way to the full realization of the freedoms and rights recognized by the Union) and positive (aimed at identifying the measures and remedies suitable for the full expansion of the protection of those freedoms and rights).

A way, which, at the same time, however, is such as to preserve, as far as the aforementioned pre-eminent principle makes it possible, the margins of procedural autonomy, an area in which it is possible to translate, in cooperative terms, the persistent value of the procedural system national.

The national judge is therefore required to examine ex officio unfairness, provided that the elements of law and of fact already in its possession give rise to serious doubts in this regard, having therefore to adopt disclosure measures necessary to complete the file, asking the parties to provide additional information for this purpose.

Still in the context of the interim procedure, in which, precisely, the participation of the consumer-debtor is allowed only in the subsequent and unnecessary phase of opposition to the ex parte payment order, the ECJ stated that the duty of the judge to disapply an unfair contractual term may concern even only «*a part of the credit asserted*» and, in this case, «*the judge has the right to partially reject said claim, provided that the contract can exist without any other modification or revision or integration, a circumstance which falls to the said judge verify*» [61].

60 It. Const. Court, 22 Oct. 2014, n. 238. Art. 47 states: «Everyone whose rights and freedoms guaranteed by the law of the Union are violated has the right to an effective remedy before a tribunal in compliance with the conditions laid down in this Article. Everyone is entitled to a fair and public hearing within a reasonable time by an independent and impartial tribunal previously established by law. Everyone shall have the possibility of being advised, defended and represented. Legal aid shall be made available to those who lack sufficient resources in so far as such aid is necessary to ensure effective access to justice». Art. 6 states: «In the determination of his civil rights and obligations ... everyone is entitled to a fair and public hearing within a reasonable time by an independent and impartial tribunal established by law. Judgment shall be pronounced publicly but the press and public may be excluded from all or part of the trial in the interests of morals, public order or national security in a democratic society...».

61 *Profi Credit Bulgaria.*

The articles 633-644 c.p.c. [62] make it possible for the judge to control unfair terms of the contract stipulated between the professional and the consumer, thus, based on the results of the official findings, to lead to the rejection of the interim claim (which does not preclude the re-submission of the request: art. 640, last paragraph, of the Code of Civil Procedure), or to its permitted partial acceptance [63].

The judge will therefore have to urge the petitioner to «*provide proof*» of the credit also from the point of view that the related entitlement, in part or in full, is not excluded from the profiles of contractual abuse found, to this end requesting that it be relevant documentation has been produced (first of all, the contract on which the credit is based) and/or that the necessary clarifications have been provided.

The obligation of the judge's in function of the effectiveness of consumer protection does not go so far as to require that the exercise of the investigative powers, in the hands of the same judge, be such as to make it exorbitant with respect to the structure, function and purpose of the *inaudita altera parte* phase as configured by the national legislator, in which the condition of admissibility of the application for an ex parte order is still the «written proof» (articles 633, paragraph 1, n. 1, and 634 of the Code of Civil Procedure).

Therefore, where the assessment of unfairness imposes, due to its complexity, an evidentiary phase that is not consistent with this configuration (e.g., requesting to listen to witnesses or expert witnesses), the judge will have to reject the application for an ex parte payment order, which the plaintiff may in any case repropose on the basis of more congruent probative elements.

62 Art. 633 c.p.c.: «*Upon the request of a creditor for a specific sum of money or a certain quantity of fungible goods, or for the delivery of a specific movable object, the competent judge may issue an order for payment or delivery in the following cases. If there is written evidence of the claimed right. If the claim relates to fees for judicial or extrajudicial services or reimbursement of expenses incurred by lawyers, court clerks, judicial officers, or anyone else who has provided their services in connection with a legal proceeding. If the claim relates to fees, rights, or reimbursements owed to notaries in accordance with their professional law, or to other individuals practicing a liberal profession or art for which there is a legally approved tariff. The order may also be issued even if the right depends on a counter-performance or condition, provided that the petitioner provides elements that reasonably suggest the fulfillment of the counter-performance or the occurrence of the condition*». Art. 634 c.p.c.: «*Written evidence admissible under Article 1(1) includes private written policies and unilateral promises, as well as telegrams, even if they lack the requirements prescribed by the Civil Code. For claims relating to the supply of goods and money, as well as services provided by entrepreneurs engaged in commercial activities and self-employed individuals, including those provided to non-commercial entities, authenticated extracts from accounting records governed by Articles 2214 and following of the Civil Code are also considered valid written evidence. These extracts must be properly stamped and authenticated in accordance with legal requirements. Additionally, authenticated extracts from accounting records required by tax laws are accepted as valid written evidence if they are maintained in compliance with the prescribed rules for such records*».

63 It. Court of Cass., S.U., 1° marzo 2006, n. 4510.

The system in this way satisfies the request for protection that Union law requires not to find obstacles in the procedural model of domestic law, which with this request would, on the other hand, come into conflict if interpreted in the sense that the control over the unfairness of the clauses cannot be fulfilled in the interim proceeding, since it would necessarily imply the contradictory of the parties, both by reason of the factual circumstances on which it is based (art. 34, 1st paragraph, cons. code), and by reason of the loss of speed typical of the ritual that such an evaluation would require, with the consequence that the decree would have to be issued in any case and that control postponed to the opposition proceedings.

The Supreme Court, on the basis of the ECJ judgements, therefore prescribes that the motivation (provided for by art. 641 of the code of civil procedure) of the payment order must necessarily contain a reference to the assessment of the non-unfairness of the contractual terms that are relevant to the discussion, even in summary terms and also per relationem to the introductory appeal.

This, it is said, to allow the consumer debtor to «assess with full knowledge of the facts» [64] whether or not it is necessary to file an opposition against the interim order.

The payment order must therefore identify the aspect of the contract which affects the acceptance, in whole or in part, of the creditor's request and which therefore excludes its unfairness.

Furthermore, ECJ provides that in the ex parte order it will be necessary to insert the warning that in the event of no opposition the party «*will lose the possibility of asserting the possible abusive nature*» of the clauses of the contract [65].

The Supreme Court notes that this clarification fits well the art. 641 provision where it provides that warning is given to the debtor that in case of non-opposition the decree will become final and no longer contestable [66].

Once the order presents the aforementioned motivation and warning, the protection of the consumer is to be considered respectful of the principle of effectiveness and the

64 *Ibercaja Banco.*

65 *Ibercaja Banco.*

66 Art. 641 It. c.p.c.: «*If the conditions provided in Article 633 are met, the judge, by a reasoned decree to be issued within thirty days from the filing of the petition, orders the other party to pay the requested sum or deliver the requested object or quantity of goods, or alternatively, the amount specified in Article 639, within a period of forty days. The decree explicitly warns that opposition can be filed within the same period according to the following articles, and in the absence of opposition, enforcement proceedings will be initiated. When there are valid reasons, the time limit can be reduced to ten days or extended to sixty days. If the respondent resides in one of the other European Union states, the time limit is fifty days and can be reduced to twenty days. If the respondent resides in other states, the time limit is sixty days and, in any case, cannot be less than thirty days nor exceed one hundred twenty days. In the decree, except for decrees issued based on titles that already have enforceable effect under existing provisions, the judge determines and orders the payment of costs and fees*».

maturation of the term referred to in art. 641 c.p.c., without any objection having been proposed, will no longer allow subsequent disputes on the question of unfairness of the contractual clauses.

In the event of non-compliance with these provisions, when the enforcement judge is called to detect the existence of the abusive clause, art. 650 c.p.c. on delayed opposition, with the necessary adjustments.

The enforcement judge has the power/duty to detect ex officio the existence of an unfair term which affects the existence or the amount of the credit covered by the order.

To this aim, he will have to carry out a summary investigation, first of all acquiring the deed from which the credit derives, inviting the creditor to produce the deed from which the credit derives when he sets the hearing.

As a result, if the clause is to be considered unfair, he informs the parties and particularly the consumer-debtor that within 40 days – that in the case the consumer does not appear before the court is to be served through the clerk's office – he can file an opposition to an ex parte order and thus assert (only and exclusively) the unfairness of the term affecting the recognition of the credit subject to the ex parte payment order.

Before the maturity of the aforementioned term, the judge will abstain from proceeding with the sale or assignment of the asset or credit.

Through the conforming interpretation of paragraph 1 of the art. 650 c.p.c., the absence of reasons for the ex parte payment order in terms of assessment of unfairness and the failure to warn about the possibility of asserting said abusiveness only within a certain term constitute a hypothesis attributable to the regulatory provision of «unforeseeable circumstances or force majeure», which gives the consumer debtor the faculty, even though he is the recipient of the notification of the order, to file a belated opposition even though he has had knowledge of the order whose ritual notification he was the recipient.

Such interpretation is not inhibited by the legislative statement and is supported by the already highlighted reasons for the effectiveness of consumer protection due to its structural position of weakness due – not only, but significantly – to an information deficit that can only be overcome thanks to an external intervention: that of the official relief of the judge.

It is an interpretation which, in bringing the provision of national law which contemplates the aforementioned general clauses into conformity with Union law, and it does not, however, fall short of the prescriptive scope plausibly attributable to the same paragraph 1 of the art. 650 c.p.c., since the «*fortuitous event*» or «*force majeure*»

envisaged therein were assumed [67] precisely in the meaning of «*cause ... not imputable*» or of «circumstances not dependent on ... the will» impeding the exercise of the right of action and defense in court (and in the non-conflicting interpretation of this Court as an «*external impeding force*» and «*fact of an objective nature detached from the human will*») [68], as opposed to a conduct (precisely that of making the deadline for filing an objection «*run unnecessarily*») put in place «*voluntarily or negligently*».

The further adaptation of the internal procedural law concerns the term within which to propose the delayed opposition, since the last paragraph of the art. 650 c.p.c., in establishing that the «*opposition is no longer admitted after ten days from the first act of execution*», contains a provision which, unlike that of paragraph 1 of the same provision, does not allow – according to the hermeneutical criteria that can also be used to give entrance to a reading that complies with supranational law – an interpretation that can deviate from the tenor of the statement which strictly defines the perimeter in which it is possible to propose the opposition, such as to jeopardize the right to exercise it in any different hypothesis.

To this aim, therefore, it is necessary to disapply the last paragraph of the art. 650 c.p.c. and find the term of 40 days from the art. 641 of the Code of Civil Procedure, i.e. a term that is still taken from within the discipline dictated for opposition to an ex parte payment order and whose compliance with the criterion of effectiveness cannot be doubted.

67 It. Const. Court 20 May 1976, n. 120: «*declares the constitutional illegitimacy of the art. 650, first paragraph, of the code of civil procedure in the part in which it does not allow the late opposition of the defendant who, despite having been aware of the payment order, has not been able, due to unforeseeable circumstances or force majeure, to lodge an opposition within the term set in the decree*».

68 It. Court of Cassation, 20 November 1996, n. 10170 and It. Court of Cassation, 4 July 2019, n. 17922.

L'azione legale contro BlackRock, Vanguard e State Street: un'analisi economica e politica

Vincenzo Denicolò
Professore ordinario di Economia politica
Università di Bologna

Fausto Panunzi
Professore ordinario di Economia politica
Università Bocconi

Sommario: 1. Introduzione; 2. States v. BlackRock: ricostruzione e contesto; 3. La dimensione politica del caso; 4. Il terreno di gioco; 5. ESG e common ownership; 6. ESG e comportamenti anticoncorrenziali; 7. Common ownership e comportamenti anticoncorrenziali; 8. Eterogeneità degli obiettivi e coordinamento degli azionisti; 9. E se azionisti e consumatori non coincidono?; 10. Conclusioni

1. Introduzione

L'11 novembre 2024, un gruppo di undici Stati americani a guida repubblicana, capeggiati dal Texas, ha promosso un'azione legale nei confronti delle tre maggiori società di gestione patrimoniale al mondo – BlackRock, Vanguard e State Street – comunemente note come i *Big Three*. Il ricorso, presentato dinanzi alla Corte Distrettuale per il Distretto Orientale del Texas, si fonda sull'asserita violazione della Sezione 7 del *Clayton Act*,[01] in materia di concentrazioni potenzialmente lesive della concorrenza, nonché

01 Clayton Antitrust Act, 15 U.S.C. §§ 12–27 (1914). La Sezione 7 disciplina le acquisizioni e fusioni suscettibili di ridurre sostanzialmente la concorrenza.

della Sezione 1 dello *Sherman Act*,[02] che vieta gli accordi restrittivi del commercio. In particolare, l'ipotesi accusatoria prospetta un coordinamento strategico tra i tre fondi, giustificato in apparenza da considerazioni ambientaliste, volto a orientare le politiche industriali delle imprese partecipate operanti nel comparto carbonifero verso una riduzione dell'output, con conseguente incremento dei prezzi.

Il caso, noto come *States v. BlackRock*, ha ricevuto una notevole attenzione mediatica e accademica sia per il profilo dei soggetti coinvolti che per gli importanti interrogativi che solleva. La controversia rappresenta un banco di prova per l'evoluzione del diritto antitrust in un contesto in cui alle imprese è richiesto di tener conto, nella definizione delle proprie strategie, sia degli interessi di azionisti comuni – quali i grandi fondi di investimento – che di istanze di carattere sociale e ambientale. Questo intreccio può generare tensioni tra obiettivi come la mitigazione del cambiamento climatico e il rispetto delle regole poste a tutela della concorrenza. La portata della controversia travalica i confini del settore carbonifero statunitense. I *Big Three* amministrano complessivamente oltre 22 trilioni di dollari, una cifra paragonabile al prodotto interno lordo degli Stati Uniti, e la loro influenza si estende, direttamente o indirettamente, alla quasi totalità dei settori dell'economia globale.[03]

Questo articolo si propone di offrire una lettura critica del caso, che si colloca all'intersezione di due tendenze di lungo periodo emerse negli ultimi decenni: da un lato, la crescente sensibilità degli azionisti alle problematiche ESG (*Environmental, Social and Governance*),[04] e dall'altro il fenomeno della *common ownership*, ovvero la presenza di azionisti comuni in imprese che operano negli stessi mercati. [05] Entrambe le dinamiche, sebbene attraverso meccanismi differenti, possono condurre a una riduzione dell'output: nel primo caso, per effetto dell'internalizzazione, da parte delle imprese, di esternalità negative quali i danni ambientali; nel secondo, in ragione dell'interesse degli azionisti comuni ad attenuare l'intensità della concorrenza tra le imprese partecipate.

L'esito del procedimento è destinato a incidere tanto sull'evoluzione della politica antitrust in materia di *common ownership* quanto sul futuro delle tematiche *ESG* a livello globale. Il caso fa emergere una serie di interrogativi di fondo. Come adattare la disciplina delle concentrazioni al fenomeno della *common ownership* che, pur non integrando una fusione orizzontale in senso tradizionale, può produrre effetti analoghi sul

02 Sherman Antitrust Act, 15 U.S.C. §§ 1–7 (1890). La Sezione 1 vieta ogni contratto, combinazione o cospirazione in restrizione del commercio.

03 Sull'estensione settoriale della partecipazione azionaria dei *Big Three*, vedi ad esempio E. Posner, F. Scott Morton, E. Weyl, *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, 81 *Antitrust L.J.*, 2017, p. 669 ss.

04 Per una discussione non tecnica del concetto di ESG e del suo impatto sulle strategie d'impresa, vedi G. Serafeim, *ESG: The Practitioner's Guide to the Future of Investing*, New York, 2020.

05 Per uno sguardo d'insieme al fenomeno della *common ownership* e delle sue implicazioni antitrust, vedi OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition*, Paris, 2022.

piano concorrenziale? Come distinguere tra finalità sociali legittimamente perseguibili e strategie collusive? Come rimodulare i principi della politica della concorrenza in un contesto in cui le imprese non perseguono più, in via esclusiva, l'obiettivo della massimizzazione del profitto? E come tener conto, nella definizione delle regole della concorrenza, dell'eterogeneità delle preferenze espresse dagli azionisti? L'analisi risulta ulteriormente complicata dalla valenza politica e simbolica del caso, legata, come vedremo, sia al settore economico interessato – il carbone – sia alla connotazione ideologica delle parti in causa.

In questo articolo non ci proponiamo di fornire risposte definitive a tali interrogativi (pur concedendoci talvolta di esprimere opinioni personali), bensì di illustrarne la genesi, le connessioni con i fatti del caso e le potenziali implicazioni.

2. *States v. BlackRock*: ricostruzione e contesto

L'azione legale si concentra su un gruppo specifico di imprese del settore carbonifero: Peabody Energy, Arch Resources, CONSOL Energy e altre società quotate che operano nella produzione e commercializzazione del carbone. BlackRock, Vanguard e State Street detengono partecipazioni in ciascuna di queste imprese, che congiuntamente raggiungono valori compresi tra il 25% e il 35%, e, secondo l'accusa, le avrebbero utilizzate per esercitare pressioni coordinate verso una riduzione della produzione.

Le pratiche contestate includono:

- il voto sistematico contro la rielezione di dirigenti non allineati con gli obiettivi ambientali dichiarati dalle società di investimento;
- la richiesta alle imprese partecipate di adesione a iniziative come *Climate Action 100+* e *Net Zero Asset Managers Initiative*;
- la richiesta di presentare piani di *disclosure* ambientale e transizione climatica;
- la minaccia, implicita o esplicita, di disinvestimento in caso di mancata conformità ai criteri ESG;
- l'utilizzo di *proxy advisor* e consulenti ESG per coordinare le strategie di voto;
- la partecipazione a conferenze e forum in cui venivano discusse strategie comuni di *engagement* ambientale.

Secondo l'accusa, tali condotte avrebbero determinato una contrazione dell'offerta di carbone, con conseguente aumento dei prezzi e dei profitti per le imprese coinvolte – un risultato analogo a quello di un cartello. Gli Stati promotori della causa sostengono che i comportamenti posti in essere dalle società di gestione patrimoniale violino i principi fondamentali della concorrenza, richiedendo l'adozione di rimedi strutturali quali disinvestimenti forzati, nonché il risarcimento dei danni.

L'accusa ha presentato prove documentali di comunicazioni che sono intervenute tra

i manager delle tre società, incluso scambi di e-mail e memorandum interni, che suggerirebbero un coordinamento esplicito delle strategie di condizionamento delle politiche delle imprese partecipate. Questi documenti costituiscono il cuore probatorio della controversia legale e rappresentano un elemento distintivo rispetto ad altri casi simili, dove il coordinamento era solo inferito dagli effetti di mercato.

La difesa delle società di gestione patrimoniale si articola su diversi piani. In primo luogo, esse sostengono che le loro azioni riflettono i doveri fiduciari verso i clienti, molti dei quali hanno esplicitamente richiesto strategie di investimento sostenibile. In secondo luogo, affermano che la considerazione dei rischi climatici è parte integrante di una prudente gestione del rischio finanziario. Infine, contestano l'applicabilità delle norme antitrust a decisioni di investimento che rientrano nell'esercizio legittimo dei diritti di proprietà.

Dunque, i convenuti non contestano che vi sia stata una contrazione dell'output. Il punto è se tale riduzione sia il frutto di una collusione illecita oppure di un legittimo adattamento delle strategie aziendali agli obiettivi di azionisti che perseguono finalità diverse dalla massimizzazione del profitto individuale dell'impresa.

3. La dimensione politica del caso

Uno degli aspetti più rilevanti della causa *States v. BlackRock* è la sua natura dichiaratamente politica. Tutti e undici gli Stati firmatari della denuncia – oltre al Texas figurano Alabama, Arkansas, Indiana, Iowa, Kansas, Missouri, Montana, Nebraska, West Virginia e Wyoming – sono a guida repubblicana; molti hanno una lunga storia di opposizione alle politiche federali in materia ambientale. La loro economia dipende in misura significativa dal settore carbonifero. Questi Stati rappresentano il cuore dell'America rurale e industriale, territori dove l'estrazione e l'utilizzo di combustibili fossili non sono solo attività economiche, ma elementi costitutivi dell'identità locale.

In questo senso, il caso *States v. BlackRock* rappresenta qualcosa di più di un semplice caso antitrust: esso diventa la spia di un conflitto profondo che attraversa la società americana e, più in generale, il moderno sistema capitalistico. La linea di frattura ideologica riguarda la legittimità dell'attivismo ESG come forma di *governance*. Per i promotori dell'azione legale, le pratiche ESG costituirebbero una modalità di regolamentazione "privata" priva di legittimazione democratica: attori di straordinaria potenza economica – i grandi fondi di investimento – eserciterebbero una pressione sistematica sulle società partecipate, orientandone le strategie verso obiettivi non espressamente approvati né dagli elettori né dai consumatori. L'accusa, in altri termini, è quella di esercitare un potere para-legislativo in assenza di qualsiasi investitura politica.

Nessuno nutre l'illusione che un'economia di mercato possa essere del tutto immune dall'influenza del potere finanziario sulle dinamiche politiche e sociali. Tuttavia, nel caso di specie, la compenetrazione tra finanza e politica si presenterebbe in forme talmente manifeste da rendere necessaria una riflessione critica.

Per i conservatori americani, questa problematica si inserisce in un più ampio movimento di resistenza al "capitalismo woke," termine utilizzato per descrivere l'adozione da parte delle grandi imprese di posizioni progressiste su temi sociali e ambientali. Una *governance* caratterizzata dai valori ESG rappresenta, da questo punto di vista, il dominio di un'élite finanziaria globalizzata che impone i propri valori a comunità locali che non li condividono e ne subiscono i costi economici.

I sostenitori delle strategie ESG ribattono che esse rispecchiano le preferenze degli investitori e mirano a proteggere il valore delle imprese nel lungo periodo, tenendo conto dei rischi climatici, reputazionali e normativi che potrebbero comprometterne la redditività futura.

Il conflitto tra i "red states" a guida repubblicana e i grandi gestori patrimoniali globali riflette quindi una contesa ideologica e politica più ampia: da un lato un capitalismo radicato nei territori, attento ai posti di lavoro e alle filiere locali; dall'altro un capitalismo finanziario senza cittadinanza, che ragiona in termini di rischio globale, reputazione e transizione climatica. È, con una formula forse abusata ma ancora efficace, la contrapposizione tra *Main Street* e *Wall Street*. In gioco non vi è soltanto un diverso modello di responsabilità d'impresa, ma due visioni alternative del sistema economico e della società. Uno scontro che, in senso proprio, è politico.

Non sorprende, dunque, che nella migliore tradizione del *forum shopping* l'azione sia stata incardinata presso il Distretto orientale del Texas, foro noto per l'orientamento conservatore e *pro-business* della sua magistratura.[06] Tale scelta, tuttavia, potrebbe rivelarsi un'arma a doppio taglio: la controversia, infatti, non investe soltanto le tematiche ESG, ma anche quelle connesse alla *common ownership*. Poiché la politica antitrust in questo ambito risulta ancora priva di contorni definiti, i giudici di orientamento conservatore, tradizionalmente inclini a un approccio più permissivo, potrebbero essere propensi a considerare la *common ownership* quale fenomeno fisiologico del mercato, che in quanto tale non dovrebbe essere oggetto di interventi restrittivi.

4. Il terreno di gioco

Un ulteriore aspetto preliminare meritevole di attenzione riguarda la scelta del settore del carbone: perché proprio questo combustibile fossile è divenuto il terreno privilegiato dello scontro?

Nell'immaginario collettivo, il carbone incarna il paradigma dell'energia "sporca": è responsabile di un'elevata quota delle emissioni globali di CO_2, comporta rilevanti impatti

06 Sul ricorso strategico al Distretto orientale del Texas in cause complesse e dal contenuto innovativo, vedi M. Chen, "The Eastern District of Texas: Past, Present, and Future of a Contentious Forum," *Texas Law Review*, vol. 95, 2017, p. 1565 ss.

ambientali tanto nella fase di estrazione quanto in quella di combustione[07] e presenta, non di rado, condizioni lavorative degradate lungo la sua filiera produttiva. Indipendentemente dal fatto che l'adozione di strategie ESG sia frutto di un impegno autentico o di un calcolo strumentale, è difficile individuare un contesto più favorevole alla loro giustificazione. In tale ambito, infatti, una contrazione della produzione può agevolmente essere presentata come un atto di responsabilità e una misura socialmente progressiva.

Va detto che il carbone costituisce già oggi una delle fonti energetiche più monitorate e regolamentate. Negli Stati Uniti, il suo peso relativo nel mix energetico nazionale è progressivamente diminuito, sostituito principalmente dal gas naturale e dalle fonti rinnovabili, [08] e la sua rilevanza economica si concentra ormai in specifiche aree geografiche, quali il bacino del Powder River o le regioni degli Appalachi. Ciononostante, l'azione pubblica in materia climatica continua a essere considerata, da una parte consistente dell'opinione pubblica, inefficace e insufficiente. Ciò ha reso il settore particolarmente esposto alle pressioni esterne, alimentando la percezione di un vuoto nella regolamentazione che gli investitori privati si sono sentiti legittimati a colmare. In tale contesto, le società di gestione patrimoniale, attraverso l'adozione di logiche ESG, finiscono per assumere, *de facto*, un ruolo di regolatori ambientali, supplendo alle presunte carenze dell'azione pubblica.

Il fatto che gli oppositori delle strategie ESG abbiano scelto di sfidarle proprio sul loro terreno d'elezione è indicativo della rilevanza dello scontro. Al tempo stesso, anche gli Stati promotori della causa possono individuare nel settore del carbone elementi a loro favorevoli. Anzitutto, a differenza di altri comparti in cui le considerazioni ambientali si intrecciano con complesse valutazioni tecnologiche e di innovazione, nel caso del carbone la strategia ESG si traduce essenzialmente in una riduzione della produzione, rendendola così più facilmente attaccabile come possibile copertura di condotte collusive. Vi è, inoltre, una dimensione redistributiva: le strategie ESG, tipicamente promosse da azionisti abbienti, possono determinare un incremento dei prezzi che, nel settore carbonifero, grava in misura regressiva sulle componenti più vulnerabili della popolazione. Scegliendo questo settore come campo di battaglia, gli oppositori delle strategie ESG possono dunque presentarsi come i paladini degli strati sociali più deboli.

5. ESG e *common ownership*

Come anticipato, il caso *States v. BlackRock* coinvolge due dinamiche strutturali che

07 Secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia, il carbone è responsabile di circa il 30% delle emissioni globali di CO_2, pur rappresentando solo il 27% del mix energetico mondiale. La sua combustione rilascia inoltre inquinanti locali come ossidi di zolfo e azoto, particolato fine e metalli pesanti, con impatti significativi sulla salute pubblica. Studi epidemiologici stimano che l'inquinamento da carbone causi ogni anno centinaia di migliaia di morti premature a livello globale.

08 In particolare, le utility elettriche, che sono tra i principali acquirenti, stanno progressivamente chiudendo le centrali a carbone per ragioni economiche oltre che ambientali.

hanno progressivamente preso forma negli ultimi decenni: la crescente influenza degli azionisti "etici" e la diffusione della proprietà comune tra imprese concorrenti. Per meglio comprendere le implicazioni della controversia, è opportuno procedere a una più dettagliata descrizione di entrambi i fenomeni.

a. La pressione ESG: dalla massimizzazione del profitto all'utilità degli azionisti

Negli ultimi anni si è assistito a un profondo mutamento nei criteri di investimento da parte dei grandi fondi istituzionali. Sempre più frequentemente, essi non si limitano a valutare le imprese in base alla loro redditività finanziaria, ma prendono in considerazione anche l'impatto ambientale, sociale e di governance (ESG) delle attività esercitate.

Tale approccio può riflettere, da un lato, un'evoluzione nei valori e nelle aspettative degli investitori; dall'altro, una crescente consapevolezza dei rischi sistemici connessi a fenomeni globali come il cambiamento climatico. In ogni caso, i dati sono indicativi della portata del fenomeno: secondo la *Global Sustainable Investment Alliance*, nel 2020 gli asset gestiti secondo criteri ESG hanno raggiunto i 35,3 trilioni di dollari.[09] Negli Stati Uniti, attualmente un dollaro su tre investito nei mercati finanziari segue principi di sostenibilità, con un incremento del 42% rispetto a soli due anni prima. Ne consegue che, per attrarre capitali e rimanere competitive, le imprese sono oggi chiamate a soddisfare in misura crescente anche criteri di performance sociale e ambientale.

Questa evoluzione mette in discussione il principio classico, ancora dominante nella teoria economica, secondo cui l'impresa dovrebbe perseguire esclusivamente la massimizzazione del profitto nell'interesse dei propri azionisti. Come affermava Milton Friedman in un celebre saggio del 1970, la responsabilità sociale dell'impresa consiste unicamente nell'aumentare i suoi profitti.[10] Saranno poi i singoli azionisti, attraverso l'impiego dei dividendi percepiti, a decidere se e come destinare risorse a fini sociali coerenti con le loro preferenze.

Oggi però questa visione non è più universalmente condivisa. Oliver Hart e Luigi Zingales, tra gli altri, hanno sostenuto che l'impresa non dovrebbe perseguire esclusivamente la massimizzazione del profitto, bensì quella dell'utilità degli azionisti, includendo tra le variabili rilevanti anche preferenze di natura sociale.[11] Un esempio paradigmatico è quello dell'inquinamento: se un'impresa genera danni ambientali che i suoi azionisti vorrebbero evitare, l'utilizzo ex post dei dividendi non è sempre in grado di compensare il danno già prodotto. In simili circostanze, solo un intervento ex ante sulle strategie

09 Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), *Global Sustainable Investment Review 2020*, p. 8, disponibile su https://www.gsi-alliance.org.

10 M. Friedman, "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits," *The New York Times Magazine*, 13 Settembre 1970.

11 O. Hart, L. Zingales, "Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value," *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 2, n. 2, 2017, pp. 247–274.

aziendali può allineare le condotte dell'impresa ai valori degli investitori.

La proposta di Hart e Zingales trova riscontro in diversi studi empirici recenti. Ad esempio, Riedl e Smeets (2017)[12] dimostrano che molti investitori sono disposti a rinunciare a una parte dei rendimenti attesi pur di allocare il proprio capitale in fondi socialmente responsabili, indicando che le loro scelte riflettono preferenze con una componente non strettamente monetaria. Analogamente, Krueger, Sautner e Starks (2020)[13] rilevano che oltre due terzi degli investitori istituzionali prende in considerazione i criteri ESG per ragioni di natura etica o valoriale che travalicano finalità esclusivamente finanziarie.

Questa nuova impostazione crea però un problema. Quando gli azionisti sono interessati esclusivamente ai dividendi e al valore dell'impresa, le loro preferenze risultano sempre perfettamente allineate, poiché ciascuno beneficia dei profitti dell'impresa in misura proporzionale alla propria partecipazione azionaria. Quando invece esprimono anche valori etici o preferenze su dimensioni non monetarie, che possono divergere profondamente da un azionista all'altro, sorge il problema di come aggregare opinioni e interessi eterogenei.[14] Hart e Zingales propongono di affidarsi al voto assembleare come strumento di espressione collettiva della volontà degli azionisti. Resta tuttavia aperta la questione se tale meccanismo produca esiti efficienti – per non parlare della loro dubbia equità, considerando che il potere decisionale di ciascun azionista rimane proporzionale alla ricchezza investita. Si tornerà su questo punto più avanti nell'analisi.

b. Common ownership: la nuova frontiera della concentrazione

Parallelamente, un'altra tendenza ha progressivamente attirato l'attenzione degli economisti e delle autorità antitrust: il fenomeno della *common ownership*, ovvero la presenza di azionisti comuni in imprese concorrenti operanti nello stesso mercato. Si tratta di una dinamica particolarmente visibile nei settori altamente concentrati, dove è ormai frequente che pochi grandi fondi detengano partecipazioni significative in tutti i principali operatori.

La crescita della *common ownership* è stata alimentata dal boom degli investimenti passivi: i fondi indicizzati, per definizione, devono detenere partecipazioni in tutte le imprese di un indice, creando automaticamente situazioni di proprietà comune. Il fenomeno ha assunto ormai proporzioni sistemiche. Secondo stime recenti, i *Big Three* – BlackRock, Vanguard e State Street – risultano essere collettivamente i maggiori

12 A. Riedl, P. Smeets, "Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?", *Journal of Finance*, vol. 76, n.6, 2017, pp. 2505-2549.

13 P. Kruger, Z. Sautner e Laura Starks, "The Importance of Climate Risks for Institutional Investors", *The Review of Financial Studies*, vol. 33, n. 3, 2020, pp. 1067-1111.

14 In presenza di potere di mercato, un problema simile sorge anche se gli azionisti non sono portatori di valori etici ma semplicemente hanno preferenze di consumo eterogenee.

azionisti in 440 delle 500 società dell'indice S&P 500.[15] In diversi settori oligopolistici, questi fondi detengono partecipazioni superiori al 5% in ciascuna delle imprese leader del mercato. Un esempio emblematico è rappresentato dal settore del trasporto aereo statunitense, dove le stesse sette società di gestione patrimoniale sono i principali azionisti di ciascuna delle quattro maggiori compagnie aeree (sebbene non sempre nello stesso ordine di rilevanza).[16]

Un crescente corpo di studi teorici ed empirici ha evidenziato come la proprietà comune possa generare effetti anticoncorrenziali. Se un fondo detiene partecipazioni rilevanti in più imprese rivali, può avere interesse a scoraggiare strategie aggressive da parte di ciascuna di queste, così da massimizzare il rendimento complessivo del proprio portafoglio. Questo può comportare una contrazione dell'output, una riduzione degli investimenti, meno innovazione e, in ultima analisi, prezzi più elevati per i consumatori.[17]

I meccanismi attraverso cui gli azionisti comuni possono influenzare il comportamento delle imprese, pur non avendone il controllo diretto, sono molteplici e spesso sottili. In primo luogo, essi possono orientare il voto in assemblea a favore di amministratori o strategie aziendali che attenuano la pressione competitiva. In secondo luogo, possono contribuire a strutturare i sistemi di incentivazione manageriale premiando le performance relative, una pratica nota per disincentivare comportamenti aggressivi sul mercato. Infine, i manager stessi possono interiorizzare gli interessi degli azionisti comuni, anticipando le loro preferenze e adeguandovi le proprie decisioni strategiche, anche in assenza di pressioni esplicite.

c. Un effetto comune: la riduzione dell'output

Ciò che accomuna i due fenomeni — la pressione ESG e la *common ownership* — è la possibilità che entrambi conducano, sebbene per ragioni molto diverse, a un medesimo esito: una contrazione dell'output da parte delle imprese partecipate. Nel caso delle strategie ESG, la riduzione della produzione può rispondere a considerazioni ambientali, etiche o reputazionali; nel caso della *common ownership*, l'obiettivo è ridurre la pressione concorrenziale al fine di massimizzare il rendimento complessivo del portafoglio.

In linea teorica, la divergenza delle motivazioni potrebbe giustificare un trattamento giuridico differenziato: una convergenza decisionale ispirata da valori sociali condivisi può essere interpretata come una legittima espressione delle preferenze degli azionisti; al contrario, una convergenza orientata alla limitazione della concorrenza potrebbe

15 L. Bebchuk, S. Hirst, "The specter of the giant three", *Boston University Law Review*, 2019, vol. 99, n.3, pp.712-741.

16 J. Azar, M. Schmalz e I. Tecu, "Anticompetitive effects of common ownership", *The Journal of Finance*, 2018, vol. 73, n. 4, pp. 1513–1565.

17 Si veda ad esempio D. P. O'Brien, S.C. Salop, "Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control", *Antitrust Law Journal*, 2000, vol. 67, n. 3, pp. 559–614 e E. Elhauge, "Horizontal shareholding", *Harvard Law Review*, 2016, vol. 129, n. 5, 1267–1317.

configurare una violazione delle norme antitrust. Tuttavia, non è affatto chiaro se, e fino a che punto, la politica della concorrenza sia in grado di operare una simile distinzione. La difficoltà è accentuata dal potenziale intreccio tra i due fenomeni. Un fondo con partecipazioni comuni in imprese concorrenti potrebbe impiegare obiettivi ESG come giustificazione di facciata per politiche che, in realtà, perseguono effetti anticoncorrenziali. In questi casi, distinguere tra motivazioni autentiche e strumentali diventa problematico, rendendo difficile stabilire se si tratti di pratiche collusive oppure potenzialmente lecite.

6. ESG e comportamenti anticoncorrenziali

Per cercare di fare chiarezza in questo intreccio di questioni, conviene, per quanto possibile, isolare le dinamiche legate alle problematiche ESG da quelle connesse alla *common ownership*. Cominciamo dalle prime. Per concentrarci sulle problematiche ESG, ipotizziamo che gli accordi per ridurre la produzione di carbone non siano stati promossi da fondi di investimento che influenzano indirettamente il comportamento delle imprese partecipate, bensì dalle imprese stesse, controllate da azionisti sensibili ai temi ambientali. In questo scenario, il problema diventa: una riduzione dell'output deve essere valutata in modo diverso a seconda che sia motivata da un intento collusivo oppure dall'adesione a principi di tutela ambientale condivisi dagli azionisti?

La norma antitrust di riferimento negli Stati Uniti è la Sezione 1 dello *Sherman Act*, che vieta ogni accordo tra imprese "*in restraint of trade or commerce*." La giurisprudenza ha però chiarito che la legge proibisce solo le restrizioni considerate *unreasonable*. Tuttavia, alcune intese, come gli accordi per la fissazione dei prezzi o la spartizione dei mercati, sono ritenute irragionevoli per loro natura (*per se*), e quindi vietate indipendentemente dagli effetti concreti che producono.[18] Il nodo interpretativo diventa allora se questo giudizio automatico di illiceità può mutare nel caso in cui la riduzione dell'output non sia volta ad aumentare i profitti, ma sia motivata dalle finalità ambientali perseguite dagli azionisti.

Facendo un ulteriore sforzo di astrazione, cominciamo considerando il caso in cui le imprese abbiano deciso di ridurre la propria produzione per ragioni di responsabilità ambientale in modo unilaterale, senza alcuna forma di coordinamento. Si può vietare tale comportamento? Una tale ipotesi appare quantomeno dubbia, dal momento che uno dei principi fondanti dell'economia di mercato è l'insindacabilità delle motivazioni

18 Questa impostazione trova le sue radici nella giurisprudenza della Corte Suprema. Nel caso *National Society of Professional Engineers v. United States* (1978), la Corte stabilì che "la regola di ragionevolezza dello Sherman Act non supporta una difesa basata sull'assunto che la concorrenza stessa sia irragionevole."

individuali.[19] Ma se si concedesse questo punto, allora si dovrebbe anche ammettere che, quando più imprese condividono simili sensibilità ambientali, una certa forma di coordinamento diventa non solo comprensibile, ma forse necessaria. Infatti, in assenza di un'azione concertata la riduzione dell'output da parte di una singola impresa rischia di essere vanificata dall'aumento della produzione dei concorrenti, un effetto noto in economia ambientale come *carbon leakage*.[20] L'impatto ambientale complessivo di una riduzione unilaterale della produzione sarebbe pertanto modesto, mentre l'impresa che ha agito responsabilmente ne sopporterebbe i costi in solitudine. Di qui la necessità di un coordinamento. Ma se un'intesa tra le imprese serve a perseguire in modo più efficace obiettivi ritenuti legittimi, come la tutela ambientale, ha senso proibirla in nome del diritto antitrust?

Considerazioni simili stanno probabilmente alla base di alcune recenti politiche europee. In Europa, a differenza degli Stati Uniti, non è possibile invocare il criterio della "ragionevolezza" per giustificare un accordo tra imprese: l'articolo 101 del Trattato di Roma vieta infatti qualsiasi intesa tra imprese che abbia "per oggetto o per effetto" una restrizione della concorrenza, indipendentemente dalle finalità perseguite. Tuttavia, lo stesso articolo 101, al paragrafo 3, consente deroghe qualora l'accordo contribuisca, tra le altre cose, a promuovere il progresso economico. La Commissione Europea ha recentemente chiarito che anche obiettivi di sostenibilità ambientale possono rientrare tra le giustificazioni ammissibili per l'esenzione, purché siano soddisfatte certe condizioni. Ciò è stato formalizzato nelle *Linee guida orizzontali sulla cooperazione tra imprese* del 2023, che includono un capitolo dedicato agli accordi di sostenibilità. In esse, la Commissione riconosce esplicitamente che certe forme di cooperazione tra imprese possono produrre benefici ambientali tali da compensare eventuali effetti restrittivi sulla concorrenza.[21]

Chi scrive ritiene tuttavia che queste argomentazioni non siano del tutto convincenti. Anzitutto, fondare la legittimità di determinati comportamenti collusivi sulle finalità dichiarate comporta il rischio di favorire strategie di *window dressing*. Le imprese po-

19 Tale principio è alla base di alcuni capisaldi del pensiero economico classico, come la sovranità del consumatore e la celebre argomentazione di Adam Smith ne *La ricchezza delle nazioni*, secondo cui: "Non è dalla benevolenza del macellaio, del birraio o del fornaio che ci aspettiamo il nostro pranzo, ma dalla cura che essi hanno per il proprio interesse. Non ci rivolgiamo alla loro umanità ma al loro interesse personale." Smith, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: W. Strahan and T. Cadell. (Trad. it. *La ricchezza delle nazioni*, a cura di R. Faucci, UTET, 2014).

20 Questo effetto è stato studiato in particolare tra diversi paesi impegnati in programmi di mitigazione ambientale, ma la stessa logica si applica alle imprese. Si veda, ad esempio, C. Fischer, A.K. Fox, *Comparing Policies to Combat Emissions Leakage: Border Tax Adjustments versus Output-Based Rebate*, Resources for the Future, 2009, Discussion Paper 09-02.

21 Commissione Europea, *Comunicazione: Linee guida sulla cooperazione orizzontale tra imprese* (2023/C 259/01), in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea C 259 del 21.7.2023. Per una discussione critica si veda ad esempio Monti, G. "Sustainability and EU Competition Law," *Journal of European Competition Law & Practice*, 2022, vol. 13, n. 1, pp. 1–11.

trebbero strumentalizzare i temi ESG per mascherare accordi che hanno in realtà l'unico scopo di limitare la concorrenza e massimizzare i profitti, rendendo estremamente difficile per le autorità antitrust distinguere tra condotte autenticamente ispirate a obiettivi sostenibili e forme sofisticate di collusione.

In secondo luogo, l'idea che la tutela della concorrenza debba essere subordinata a considerazioni ambientali e sociali è di per sé problematica. Se, in presenza di esternalità negative, si ritiene che l'output in un determinato settore sia eccessivo, il rimedio più appropriato non dovrebbe consistere in intese restrittive tra le imprese, bensì in interventi pubblici di natura regolatoria, come una *carbon tax* o un sistema di *cap-and-trade*. Misure di questo tipo, pur determinando anch'esse un aumento dei prezzi, non generano extraprofitti privati ma si traducono in maggiori entrate pubbliche, che possono essere destinate alla riduzione del carico fiscale o al finanziamento della spesa sociale. Al contrario, un accordo tra imprese volto a limitare la produzione consente agli azionisti di appropriarsi delle rendite derivanti dalla restrizione dell'output, senza alcun beneficio per la collettività. Ma perché si dovrebbe consentire la privatizzazione di un beneficio che potrebbe essere redistribuito in modo più equo ed efficiente?

Ci sembra quindi che anche volendo aderire al principio di insindacabilità delle motivazioni individuali, questo debba valere esclusivamente per le decisioni unilaterali delle imprese. Se un'impresa sceglie autonomamente di ridurre il proprio output per ragioni ambientali, accetta il rischio che tale scelta comporti una riduzione dei profitti, a causa dell'effetto di *leakage* sopra ricordato – ossia l'espansione della produzione da parte dei concorrenti, che mantiene bassi i prezzi di mercato. Proprio questa esposizione al rischio economico dimostra la sincerità delle motivazioni etiche: se gli azionisti sono realmente mossi da principi ambientali, devono essere disposti ad accettare perdite monetarie pur di restare coerenti con i propri valori.

7. *Common ownership* e comportamenti anticoncorrenziali

Passiamo all'altro versante del problema: quello della *common ownership*. Anche nel caso delle implicazioni antitrust della *common ownership*, può risultare utile astrarre dalle specificità del caso *States v. BlackRock*, al fine di mettere meglio a fuoco i termini generali della questione. Per esempio, la letteratura ha discusso in modo approfondito se, e in che modo, i manager delle imprese possano essere indotti a tenere conto degli interessi di azionisti di grandi dimensioni, anche quando questi non detengono una partecipazione di controllo. Per evitare di addentrarci in questo nodo complesso, ipotizziamo che i cosiddetti *Big Three* detengano collettivamente la maggioranza del capitale delle imprese partecipate.

Supponiamo, inoltre, che non vi sia stata alcuna concertazione tra le tre società di gestione patrimoniale, ma che ciascuna abbia agito in modo indipendente dalle altre. Anzi, per semplificare ulteriormente l'analisi, possiamo immaginare un caso ancora più lineare: una singola società di gestione patrimoniale che detiene la maggioranza delle azioni in più imprese concorrenti operanti nello stesso mercato.

Qual sarebbe l'obiettivo di questo ipotetico azionista comune? Evidentemente, il suo interesse non è quello di massimizzare il profitto di una singola impresa, bensì quello di massimizzare l'utile complessivo del portafoglio, ossia la somma dei profitti delle imprese partecipate (o, per essere più precisi, una media ponderata di tali profitti, con pesi proporzionali alle rispettive quote detenute.)

Se si accetta l'impostazione di Hart e Zingales, secondo cui l'impresa dovrebbe perseguire l'utilità dei propri azionisti, ciascuna impresa finirebbe dunque per comportarsi naturalmente come parte di un cartello. Il risultato sarebbe una riduzione dell'output e un aumento dei prezzi rispetto al caso in cui ogni impresa operasse in modo indipendente perseguendo esclusivamente il proprio profitto. La concorrenza verrebbe eliminata non attraverso accordi collusivi, ma come effetto diretto dell'allineamento delle strategie aziendali agli interessi dell'azionista comune.

Si noti che questo problema si presenterebbe anche nel caso in cui l'azionista comune non attribuisse alcun valore intrinseco a obiettivi extra-finanziari. Anche adottando una prospettiva strettamente friedmaniana, in cui il solo obiettivo legittimo è la massimizzazione del profitto, ciò che rileva per l'azionista comune non è il profitto individuale di ciascuna impresa, bensì il profitto aggregato di tutte le imprese partecipate. Ma un mercato in cui ciascuna impresa massimizza il profitto complessivo di tutte le imprese, è un mercato in cui non esiste più la concorrenza. La *common ownership* pone, dunque, una sfida strutturale alla politica della concorrenza.

Secondo una visione ottimistica, il caso estremo che abbiamo considerato è destinato a rimanere puramente ipotetico. Esisterebbero infatti limiti endogeni alla diffusione della *common ownership*, tali da impedire che un singolo azionista comune possa raggiungere soglie di partecipazione sufficienti a esercitare un controllo effettivo, o anche solo un'influenza significativa, sulle imprese partecipate.[22]

In questa prospettiva, la politica antitrust dovrebbe preoccuparsi unicamente di prevenire forme di coordinamento tra fondi di investimento che collettivamente potrebbero riuscire a influenzare le strategie delle imprese in portafoglio, anche se individualmente non avrebbero la forza per farlo. Qualora questa impostazione venisse accolta in sede giudiziaria, i *Big Three* potrebbero essere sanzionati per violazione della Sezione 1 della Sherman Act, ma senza che ciò implichi l'adozione di rimedi strutturali particolarmente invasivi, come ad esempio l'imposizione di disinvestimenti forzati.

Purtroppo, la teoria economica non consente di avallare con certezza la visione ottimistica. Il fatto è che manca ancora una teoria compiuta della struttura proprietaria di equilibrio in contesti di *common ownership*. In assenza di un quadro teorico consolida-

22 Abbiamo affrontato il problema dei limiti endogeni alla common ownership in un nostro precedente lavoro: V. Denicolò, F. Panunzi, "Common Ownership, Competition and Corporate Governance", *Management Science*, 2024, vol. 71, n. 5, pp. 3924-3943. Si veda anche A. Piccolo e J. Schneemeier (2020), Ownership and competition, Working Paper, Indiana University.

to, la prospettiva pessimista – secondo cui la *common ownership* può raggiungere livelli tali da influenzare in modo significativo il comportamento delle imprese partecipate – appare, sotto il profilo teorico, altrettanto plausibile di quella ottimista. Anzi, è proprio questa visione più critica a trovare, ad oggi, maggior riscontro nell'evidenza empirica disponibile.

Per chi abbraccia questa prospettiva, la *common ownership* rappresenta allora una delle sfide più rilevanti e insidiose per la politica della concorrenza. Le opzioni attualmente sul tavolo sembrano ridursi a due alternative, entrambe problematiche: da un lato, sottoporre a scrutinio sistematico gli obiettivi perseguiti dai proprietari delle imprese, assumendo implicitamente che l'unico fine legittimo sia la massimizzazione del profitto individuale di ciascuna impresa; dall'altro, intervenire direttamente sulla struttura proprietaria, imponendo limiti alla *common ownership*, almeno oltre determinate soglie.

In entrambi i casi, si tratterebbe di misure marcatamente interventiste, che alterano in modo significativo i presupposti di un'economia di mercato fondata sulla libertà contrattuale e sull'autonomia degli attori economici. Nel caso specifico di *States v. BlackRock*, non è scontato che giudici di orientamento conservatore possano spingersi a proporre rimedi di tale portata. Tuttavia, in contesti giurisdizionali diversi – o in sedi normative europee – l'adozione di politiche più incisive potrebbe incontrare minori resistenze.

8. Eterogeneità degli obiettivi e coordinamento degli azionisti

Alla luce della giurisprudenza corrente, l'esito del caso *States v. BlackRock* che forse appare più probabile è che i *Big Three* vengano ritenuti responsabili di una violazione della Sezione 1 dello *Sherman Act*, per aver coordinato le proprie condotte, ma non della Sezione 7 del *Clayton Act*, evitando così l'imposizione di rimedi strutturali come disinvestimenti obbligati. Tuttavia, anche una soluzione apparentemente moderata come quella ipotizzata rischia di trascurare un elemento importante che distingue il caso *States v. BlackRock* dalle tradizionali intese anti-competitive. Qui, infatti, non si discute di accordi tra imprese concorrenti sul mercato del prodotto, bensì di intese tra i loro azionisti.

Questa distinzione non è meramente formale. Come abbiamo già osservato, quando gli azionisti perseguono obiettivi ESG, diversi dalla semplice massimizzazione del profitto, le loro preferenze possono divergere. Un'analoga eterogeneità può emergere, in presenza di *common ownership*, anche nel caso di azionisti puramente friedmaniani, cui interessa solo il profitto. Per esempio, un azionista che possiede una quota doppia nell'impresa A rispetto all'impresa B tenderà a preferire che sia quest'ultima ad assumere una condotta meno aggressiva, preservando così i profitti dell'impresa A. Al contrario, un azionista con partecipazioni speculari avrebbe incentivi opposti. Ne deriva una potenziale disomogeneità di interessi tra azionisti comuni, anche in assenza di finalità extra-finanziarie.

Come avviene la composizione di questi interessi non perfettamente allineati? In linea

di principio, essa dovrebbe realizzarsi attraverso il meccanismo del voto assembleare. Ma, come avviene comunemente nelle assemblee legislative o di altra natura, è del tutto naturale che, prima del voto, si verifichino momenti di confronto e di coordinamento strategico tra i votanti. Se, ad esempio, si tratta di nominare un nuovo CEO tra diversi candidati, è plausibile che gli azionisti con interessi simili si consultino per convergere su un nome condiviso, accettabile da tutti. Analogamente, è perfettamente normale che si sviluppino forme di *logrolling*, in cui due o più azionisti si scambiano sostegno su tematiche di reciproco interesse, allo scopo di massimizzare la propria influenza decisionale.

Quando tali pratiche sono adottate da azionisti comuni, dovremmo assimilarle ad accordi collusivi tra imprese concorrenti? Oppure si tratta, piuttosto, di dinamiche fisiologiche in contesti assembleari in cui le decisioni sono assunte a maggioranza? È noto, almeno sin dal paradosso di Condorcet, che i meccanismi decisionali basati sulla maggioranza possono generare esiti instabili e prestarsi a manipolazioni strategiche quando le alternative in gioco sono più di due. In questo contesto, il coordinamento tra votanti non è necessariamente distorsivo: al contrario, può contribuire a una maggiore coerenza e razionalità delle decisioni collettive.

Sul piatto opposto della bilancia va posto il fatto che il coordinamento delle decisioni di voto da parte degli investitori istituzionali può aggravare una distorsione già insita nel funzionamento delle assemblee societarie, cioè l'asimmetria nel potere reale di voto tra piccoli azionisti e grandi fondi. I dati sulla partecipazione lo confermano: nelle società dello S&P 500, la partecipazione media degli azionisti individuali alle assemblee si attesta sotto il 30%, mentre supera il 90% per i fondi istituzionali. In pratica, le decisioni fondamentali in materia di governance e strategie aziendali vengono spesso prese da una minoranza organizzata che controlla la maggioranza del capitale votante.

A ciò si aggiunge che le società di gestione patrimoniale agiscono come fiduciari per milioni di investitori *retail*, i quali solo raramente esprimono preferenze esplicite. Questo conferisce ai gestori dei fondi un'ampia discrezionalità, che può essere ulteriormente amplificata da comportamenti coordinati. Il rischio è che il coordinamento tra fondi di investimento accentui le già esistenti distorsioni "antidemocratiche" del sistema elettorale societario, minando ulteriormente il principio di rappresentanza proporzionale degli interessi azionari.

Alla luce di tali considerazioni, l'interrogativo circa l'opportunità che la politica antitrust estenda il proprio divieto anche al coordinamento tra azionisti si presenta come questione di non agevole soluzione. Qualora la distinzione tra intese tra imprese concorrenti sul mercato del prodotto e accordi tra i rispettivi azionisti fosse sottoposta al vaglio dei giudici, la pronuncia potrebbe assumere un valore fortemente innovativo e aprire un precedente di rilievo sistematico.

9. E se azionisti e consumatori non coincidono?

Le difficoltà per la politica della concorrenza non derivano solo dall'eterogeneità inter-

na agli azionisti, ma anche dal fatto che questi ultimi non coincidono necessariamente con la platea dei consumatori. Il modello dominante del diritto antitrust statunitense si fonda sul principio del *consumer welfare*, volto a tutelare il benessere del consumatore attraverso i benefici della concorrenza: prezzi più bassi, maggiore qualità, più varietà e innovazione. A partire dagli anni '80, con l'influenza della scuola di Chicago, questo approccio ha concentrato l'analisi sugli effetti finali per i consumatori, lasciando sullo sfondo il ruolo e gli interessi degli azionisti.

Negli ultimi decenni, tuttavia, questa separazione è diventata sempre meno netta. In molte economie avanzate, un numero crescente di individui è allo stesso tempo consumatore di beni e servizi e investitore, diretto o indiretto, attraverso fondi pensione, ETF e fondi comuni. Ciò significa che le stesse persone che subiscono un aumento dei prezzi dell'energia, dovuto a una contrazione dell'offerta, possono beneficiare di rendimenti finanziari derivanti dalla partecipazione in fondi ESG che hanno promosso quella stessa contrazione.

Questo duplice ruolo complica la misurazione del benessere collettivo. Se un consumatore paga di più per l'energia ma ottiene maggiori rendimenti dal proprio fondo di investimento, il saldo netto è positivo o negativo? E cosa accade a chi non è investitore e subisce soltanto il rincaro? Il problema si aggrava se consideriamo la dimensione intergenerazionale. Molte strategie ESG giustificano costi immediati con benefici futuri, come la riduzione delle emissioni per mitigare il cambiamento climatico. Come vanno valutati questi effetti intertemporali?

Il diritto antitrust tradizionale non sembra disporre degli strumenti necessari per affrontare compiutamente le questioni redistributive tra diversi gruppi sociali o su un piano intertemporale. Già risulta complesso stimare l'impatto delle strategie delle imprese sui prezzi e, di conseguenza, sul benessere immediato dei consumatori; valutare gli effetti distributivi tra classi sociali, le esternalità ambientali e sociali o le ricadute di lungo periodo appare quasi impossibile. Spingersi in questa direzione significherebbe trasformare la politica antitrust da strumento tecnico a leva politica, soggetta a un impiego potenzialmente arbitrario: una prospettiva che incontra forti resistenze tra giuristi ed economisti, preoccupati di veder compromessa la certezza e la prevedibilità delle regole.

10. Conclusioni

Negli ultimi decenni, due dinamiche di fondo hanno profondamente segnato l'evoluzione della *corporate governance*: da un lato, l'ascesa dell'attivismo azionario ispirato a criteri ESG, che ridefinisce la missione dell'impresa e solleva interrogativi sulla legittimità di forme di coordinamento tra aziende orientate a obiettivi extra-economici; dall'altro, la crescente diffusione della *common ownership*, capace di incidere in maniera sistemica sugli incentivi concorrenziali e di produrre effetti assimilabili a quelli di un cartello, anche in assenza di intese esplicite.

Il caso *States v. BlackRock* nasce dall'intersezione di queste due tendenze, rivelando

come l'intreccio tra strategie ESG e *common ownership* costituisca una sfida inedita per il diritto antitrust. A un livello superficiale, la vicenda mostra la difficoltà di distinguere tra motivazioni autenticamente etiche e strategie opportunistiche celate dietro l'impegno sostenibile. A un livello più profondo, essa solleva questioni fondamentali sul ruolo dell'impresa in un contesto in cui finalità ambientali e sociali convivono con la massimizzazione del profitto. Tale complessità è accresciuta dall'eterogeneità delle preferenze degli azionisti e dalla concentrazione del potere di voto nelle mani di pochi grandi gestori, circostanza che può favorire forme di coordinamento assembleare in grado di alterare la rappresentanza degli interessi e accentuare le distorsioni democratiche della *governance* societaria.

In questa prospettiva, *States v. BlackRock* si configura come un banco di prova cruciale per ripensare la politica della concorrenza in un'economia in cui le imprese operano non solo come attori economici, ma anche come soggetti sociali e politici. Il caso appare rilevante anche per diversi problemi di *corporate governance*, come la rappresentanza degli azionisti *retail*, il funzionamento del *proxy voting* e le possibili riforme volte a riequilibrare i rapporti di potere e a limitare l'influenza dei grandi fondi. Al tempo stesso, esso induce ad interrogarsi sul ruolo degli strumenti di politica pubblica – quali la *carbon tax* o i sistemi di *cap-and-trade* – come alternative più trasparenti ed eque rispetto a forme di autoregolazione privata, che tendono a privatizzare i benefici della riduzione dell'output. Infine, la controversia invita a considerare le implicazioni costituzionali e democratiche dell'esercizio di potere "para-legislativo" da parte dei grandi gestori patrimoniali globali, soprattutto quando tale potere viene esercitato in assenza di un chiaro mandato da parte degli investitori finali.

In sintesi, il caso *States v. BlackRock* rappresenta non solo un passaggio giurisprudenziale di rilievo ma anche un osservatorio privilegiato sulle tensioni e trasformazioni del capitalismo contemporaneo. Oltre che sulla disciplina antitrust, l'esito del procedimento potrà influire anche sulla ridefinizione dei ruoli di manager e azionisti in una economia in cui la performance economica e la responsabilità sociale sono destinate a convivere in un equilibrio ancora tutto da costruire.

Evoluzione del credito ed innovazione dei servizi tra modernizzazione delle norme e vuoti regolamentari. Riflessioni su una possibile "rete di sicurezza" per il consumatore nel crypto lending*

MARIA-TERESA PARACAMPO
Professore Associato di Diritto dell'Economia
Università degli Studi di Milano-Bicocca

SOMMARIO: 1. Evoluzione del credito e innovazione normativa: profili introduttivi. – 2. La "contaminazione" dei servizi creditizi con le cripto-attività. – 3. Il servizio di *crypto lending*: inquadramento di una fattispecie variegata e dalle molteplici sfaccettature. – 4. Il *framework* europeo sui mercati delle cripto-attività e l'esclusione del servizio di *crypto lending:* quali prospettive di tutela per il consumatore? – 5. L'intervento delle Autorità europee sul *crypto lending* e sui servizi non regolamentati. – 6. La ricerca di un "paracadute" per il cripto consumatore e le opzioni normative disponibili. – 6.1. La relazione 'criptica' tra MICA e DSF2. – 6.2. Le possibili soluzioni alternative. – 7. Qualche considerazione finale.

1. Evoluzione del credito e innovazione normativa: profili introduttivi

Il processo di digitalizzazione e l'impatto rivoluzionario esercitato sui servizi finanziari tradizionali hanno contribuito a plasmare un nuovo panorama anche nel settore creditizio.

L'emersione sul mercato di nuovi *players*, l'offerta di prodotti innovativi, unitamente a mutate esigenze creditizie della clientela, sono all'origine di uno specifico interesse

della Commissione europea in materia[01], maturato nel tempo nell'ambito del più ampio *focus* sulla finanza digitale, cui in seguito si è aggiunto anche quello per la finanza sostenibile[02].

Il processo evolutivo nel settore del credito e dei servizi ivi prestati è stato così cadenzato dalle due transizioni - digitale e *green* - le quali, ciascuna con i propri "*diktat*", stanno tuttora imprimendo il proprio segno su più fronti: per un verso tracciando innovativi percorsi regolamentari (es. *regulatory sandboxes*), per altro verso rimodellando significativamente il *framework* vigente, quale risposta all'esigenza di "modernizzazione delle norme"[03], evidenziata dalla Strategia europea per la finanza digitale[04].

Con riguardo al primo versante indicato, il ricorso al "decantato" principio di neutralità tecnologica[05] ed i numerosi tentativi di ricondurre fattispecie innovative nell'alveo della cornice normativa già vigente in materia finanziaria hanno prodotto un risultato disomogeneo, con conseguente ulteriore frammentazione del mercato europeo.

Pertanto misure regolamentari *ad hoc* si sono rese necessarie per far fronte alle sfide digitali, sia sfruttando i benefici e le caratteristiche peculiari della tecnologia, sia cercando di gestire i rischi connessi ai nuovi servizi/prodotti.

---

* Il presente contributo è destinato al *Liber Amicorum* Antonella Antonucci e rientra tra le attività di ricerca del Proyecto CIPROM/2022/26 "*Presente y futuro de la regulación de los Criptoactivos en la UE [Legalcripto]*" [Proyecto Prometeo CIPROM/2022/26, grupos de investigación de excelencia, de la Generalitat Valenciana (P.I. Carmen Pastor Sempere)], nonché tra quelle del gruppo UNIBA affiliato allo Spoke 4 "Sustainable Finance", relative al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (P1RR), Missione 4 "Istruzione e ricerca" - Componente 2 "Dalla ricerca all'impresa" - Investimento 1.3, Partenariato Esteso "*GRINS – Growing Resilient, INclusive and Sustainable*", tematica "9. Economic and financial sustainability of systems and territories" (CUP n. H93C22000650001), finanziato dall'Unione europea - NextGenerationEU.

01 L'interesse della Commissione europea sull'applicazione delle tecnologie innovative al settore finanziario (fenomeno noto come *FinTech)* è stato crescente nel tempo, tradotto in linee d'azione racchiuse dapprima nel Piano d'Azione per *FinTech* [COM(2018) 109/2 dell'8 marzo 2018], poi nella Strategia europea per la Finanza Digitale [COM(2020) 591 del 24 settembre 2020].

Sui diversi passi compiuti a livello europeo in direzione della digitalizzazione della finanza, sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech e la Strategia europea per il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*, Vol. I, Torino, 2° ed., 2021, 15 ss.

02 Cfr. Commissione europea, *La Strategia per il finanziamento della transizione all'economia sostenibile*, COM(2021) 390 final del 6 luglio 2021.

03 L'esigenza indicata nel testo rinviene, nei termini *supra* riportati, dalla Relazione introduttiva alla *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE*, COM(2022) 204 final dell'11 maggio 2022.

04 Cfr. COM(2020) 591 final, *cit.*

05 Sull'insufficienza di detto principio nell'approccio alle tematiche innovative si rinvia alle osservazioni di F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 2/2018, 226.

Seguendo le linee direttrici tracciate dalla predetta Strategia[06], la Commissione europea ha indicato una duplice direzione normativa all'insegna del principio di innovazione, quale elemento caratterizzante del processo in questione avviato in ogni contesto legislativo, sia esso preesistente o di nuova adozione.

Difatti, a fronte dell'incompatibilità di molteplici disposizioni vigenti con lo sviluppo tecnologico, il faro guida dell'innovazione ha sollecitato gli interventi di *restyling* delle discipline esistenti, nonché – ove necessario – ha ispirato un *framework* europeo innovativo, adottato nel rispetto degli obiettivi normativi del settore finanziario.

Il processo di innovazione normativa si è così sviluppato principalmente alla luce di due obiettivi, finalizzati da un lato a garantire parità di condizioni e, in particolare, il *level playing field* tra tutti gli attori – *new and old* - presenti nell'arena competitiva, dall'altro lato a tener adeguatamente conto dei rischi (soprattutto per i consumatori) connessi alle nuove tipologie di prodotti e servizi creditizi, abilitati da strumenti digitali.

Sul versante poi dell'offerta bancaria (e soprattutto non bancaria[07]) lo spettro dei prodotti creditizi si è arricchito di ulteriori tipologie, ora caratterizzati da elementi temporali (es. *payday loans*), ora supportate dalla tecnologia (es. il *buy now pay later* o BNPL), ora connotate da specifiche peculiarità distintive di sostenibilità (es. prestiti e mutui *green*), che ne finalizzano la relativa erogazione.

A latere, in un mercato in continua espansione, hanno cominciato a distinguersi ulteriori possibilità creditizie che, emerse al di fuori di un perimetro regolamentato, fanno leva sull'aspetto *social* del credito concesso (es. P2P *crowdfunding*) e su variazioni dell'*asset* di riferimento, che alterna alla valuta *fiat* le cripto-attività (i.e. P2P *lending/borrowing* di cripto-attività o semplicemente *crypto lending*).

Di tal ché si prospetta per il consumatore[08] un ventaglio di opzioni creditizie che spaziano da quelle tradizionali a quelle digitali e sostenibili (o più semplicemente *green*), sino a quelle più innovative, cui si sta adeguando la normativa nella revisione dei corpi

06 La Strategia europea per la finanza digitale si basa su quattro priorità:
1) Rimuovere la frammentazione del mercato unico digitale nell'ambito dei servizi finanziari;
2) Adeguare il quadro normativo dell'UE per favorire l'innovazione digitale;
3) Promuovere l'innovazione guidata dai dati nella finanza istituendo uno spazio comune di dati finanziari;
4) Far fronte alle sfide e ai rischi connessi alla trasformazione digitale.

Le prime due priorità, in particolare, segnano il rapporto tra la legislazione settoriale vigente, l'innovazione digitale e la promozione dell'utilizzo delle tecnologie innovative.

07 Per una panoramica sulle nuove tipologie creditizie e, più in generale, sui prestiti non bancari si rinvia ad EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance,* 8 April 2022, EBA/Rep/2022, *https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1032199/Report%20on%20response%20to%20the%20non-bank%20lending%20request%20from%20the%20CfA%20on%20Digital%20Finance.pdf.*

08 Un discorso del medesimo tenore, sebbene con diversi percorsi normativi, concerne anche le imprese ed i canali di finanziamento non bancario.

disciplinari esistenti e/o nella proposizione di nuove proposte legislative.

E' altrettanto vero però che l'arricchimento e la diversificazione dell'offerta creditizia *retail* e non, comporta differenti percorsi normativi, taluni al momento compiuti, altri *in itinere*, altri ancora solo *in nuce* ed in fase di valutazione in ordine alla relativa fattibilità regolamentare[09].

Parimenti, a dispetto dello sforzo legislativo, teso ad adeguare la disciplina vigente alla nuova realtà digitale e sostenibile, non sempre il risultato del processo di crescita normativa si rivela in grado di offrire una soluzione regolamentare unica per tutte le fattispecie creditizie emerse o configurabili sul mercato.

In tal senso la nuova direttiva 2023/2225 sul credito ai consumatori (CCD2)[10] diviene il primo significativo lido normativo di approdo delle innovazioni su accennate[11], che si interseca con quelli di altre discipline, trasversali e settoriali, nei termini in cui si pre-

09 Su cui v. più diffusamente *infra*.

10 Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 ottobre 2023, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE.

Prime considerazioni sulla nuova direttiva si devono, *inter alia*, a: G. FALCONE, *Prime riflessioni sulla Direttiva CCD II: le informazioni e la valutazione del merito creditizio*, in *Rivista della banca e del mercato finanziario*, n. 4/2024, I, 613; F. TRAPANI, *La nuova direttiva 2023/2225/UE sul credito al consumo: note in tema di educazione finanziaria, merito di credito e servizi di consulenza sul debito*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 3/2024, 754.

Per una disamina completa dei diversi profili innovativi si segnala P. GAGGERO (a cura di), *Primo commento sui criteri ordinatori della Direttiva UE n. 2023/2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 4/2024.

11 Sul versante del credito ai consumatori, va precisato che l'intervento di *restyling*, che ha interessato la CCD1 (sulle cui novità si rinvia alle osservazioni di A. ANTONUCCI, *Credito al consumo e zone limitrofe. Una scheda di lettura del d.lgs. n. 141 del 2010*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, n. 6/2011, II, 297), si è invece arenato per la direttiva 2014/17/UE, relativa ai crediti immobiliari ai consumatori (MCD).

Il processo di revisione della MCD, partito con la precipua finalità di aggiornare la direttiva, tenendo in debito conto anche i mutui *green*, sulla base tanto degli esiti dei lavori svolti in seno alla Commissione europea (cfr. European Commission, *Evaluation of the Mortgage Credit Directive (Directive 2014/17/EU), Final Report*, November 2020; ID., *Consultation document review of the mortgage credit directive*, 22 November 2021, *https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-11/2021-mortgage-credit-review-consultation-document_en.pdf),* quanto delle raccomandazioni fornite dall'EBA e sollecitate dalla stessa Commissione europea (cfr. EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the European Commission request for technical advice on issues related to the Mortgage Credit Directive*, EBA/Op/2022/07, 23 June 2022, con annesso *EBA Report in response to the European Commission request for technical advice on issues related to the mortgage credit directive*, EBA/REP/2022/15), ha attraversato dapprima una fase di stallo, poi si è arrestato *ex abrupto*.

La dichiarazione laconica fornita al riguardo (*https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13090-Mortgage-credit-review-of-EU-rules_en)* non chiarisce le reali motivazioni sottese alla decisione legislativa di interrompere l'*iter* già intrapreso in materia, lasciando in sospeso ogni aggiornamento della MCD alle finalità *green*.

ciserà.

2. La "contaminazione" dei servizi creditizi con le cripto-attività

Come anticipato, la direttiva CCD2 rappresenta uno dei primi interventi nella direzione su indicata.

Tuttavia, per quanto possa considerarsi esteso il nuovo perimetro applicativo con l'inclusione di innovative tipologie di credito[12], è anche vero che i vari modelli di *business* stanno velocemente subendo un processo di "contaminazione", complice la crescente diffusione (verticale e trasversale)[13] di cripto-attività.

Trattasi di un ulteriore processo evolutivo del credito – specie non bancario – non ancora oggetto di ampia diffusione sul mercato, ma le cui potenzialità sono tali da sollevare nel complesso ulteriori problematiche interpretative ed applicative, anche con riguardo alla CCD2.

In particolare, a fronte di nuovi *players* che intercettano e sfruttano spazi vuoti e 'non presidiati' tra le maglie regolamentari[14], sia per "confezionare" prodotti creditizi, sia per

12 Al riguardo emblematico è il caso del *Buy Now Pay Later*, incluso nel perimetro della CCD2.

Una chiara descrizione delle fattispecie incluse nel nuovo raggio di azione normativo, unitamente ad osservazioni sulle problematiche, che – nel caso di specie - espongono il consumatore (in) consapevole a diversi rischi di sovraindebitamento o incapacità finanziaria, si devono a: L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, Caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo,* in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper,* Novembre 2022, reperibile sul sito istituzionale della Banca d'Italia; R. CARATOZZOLO, *Nuovi contratti di credito e tutele del consumatore: i modelli di Buy Now Pay Later*, in *Liber Amicorum Laura Ammannati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 1/2024, 552; A. CANEPA, *"Alla ricerca del tempo perduto" nei mercati finanziari: l'accelerazione digitale nei pagamenti, nell'accesso al credito e nella movimentazione dei depositi*, *Ibidem*, 525.

13 Un esempio di questa trasversalità è fornita anche dal settore assicurativo, ove l'EIOPA ha cominciato a sondare le opportunità di utilizzo delle cripto-attività e di crescita dei mercati in questione nell'ambito di un percorso parallelo a quello di MICA, avviato nel 2021 con riferimento alla *blockchain* e agli *smart contracts* (cfr. EIOPA, *Discussion Paper on blockchain and smart contracts in insurance*, 29 April 2021, *https://www.EIOPA.europa.eu/consultations/discussion-paperblockchain-and-smart-contracts-insurance_en*).

14 In tal senso anche R. CARATOZZOLO, *op.cit*., 554-555.

L'espansione del mercato e l'affermarsi di nuovi *trends* sono entrambi la conseguenza dell'emersione di nuovi *players*, che si "insinuano" tra le zone grigie – non regolamentate – della disciplina vigente, cogliendo e sfruttando le potenzialità offerte dalla versatilità delle piattaforme (su cui v. EBA, *Report on the use of digital platforms in the UE banking and payments sector*, September 2021, EBA/REP/2021/26, *https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2021/1019865/EBA%20Digital%20platforms%20report%20-%20210921.pdf*) e creando, di conseguenza, nicchie di mercato non presidiate dalla normativa.

L'innovazione che ne consegue, sia dal punto di vista oggettivo che soggettivo, se da un lato è in grado di catturare e meglio soddisfare le esigenze finanziarie di fasce di potenziale clientela, non adeguatamente "identificate" dai *players* tradizionali, dall'altro lato potrebbe essere foriera di ulteriori rischi, privi di un'adeguata identificazione e gestione, in mancanza di alcuna forma di controllo.

prestare servizi non specificamente codificati, si profilano diverse difficoltà nell'individuare soluzioni (soprattutto normative) per l'inquadramento di siffatte fattispecie innovative, che – nei termini in cui si dirà – presentano insidie e rischi talora eccessivi per il consumatore, spesso ignaro della mancanza di tutele e di alcuna copertura normativa[15].

In tal senso, a titolo meramente esemplificativo della cennata tendenza si segnala – per quanto non ancora particolarmente diffuso – il BNPL per l'acquisto di cripto-valute[16].

A tale riguardo si rammenta peraltro come il servizio principale sia confluito solo di recente nel perimetro applicativo della CCD2, ma la specialità dell'*asset* di riferimento, sia esso normato o meno ai sensi del reg. UE 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività - MICA[17] (i.e. si tratti o meno di cripto-attività conformi alla tassonomia di MICA), solleva diversi dubbi sulla possibile applicabilità della CCD2 anche alla fattispecie creditizie con sfaccettature "cripto" o quanto meno con variazioni sul tema principale.

Parimenti, discorso simile interessa i servizi per le cripto-attività, di cui taluni codificati da MICA, altri riconducibili a servizi finanziari tradizionali, ma esclusi dall'elenco di quelli disciplinati dalla nuova regolamentazione europea in tema di cripto-attività,

15 L'ultimo di una serie di *warning*, pubblicati dalle Autorità europee, risale al 6 ottobre 2025 (ESAs, *EU Supervisory Authorities warn consumers of risks and limited protection for certain crypto-assets and providers*), accompagnato da una scheda informativa sulle cripto-attività, entrambi reperibili sui siti istituzionali delle tre Autorità europee.

16 E' il caso, a titolo meramente esemplificativo, proprio del *Buy Now Pay Later*, in funzione sia dell'acquisto di cripto-valute (cfr. *Klarna considers cryptocurrency integration*, 10 February 2025, *https://thepaypers.com/fintech/news/klarna-considers-cryptocurrency-integration*), sia dello stesso uso delle cripto-valute ai fini di un pagamento (es. Crypto BNPL, su cui v. *Crypto Buy Now Pay Later Explained: How Your Business Could Benefit*, 28 June 2023, *https://rif.technology/content-hub/buy-now-pay-later-crypto/; Navigating BNPL Crypto: A Premier Guide to Digital Payments*, 23 November 2024, *https://www.onesafe.io/blog/bnpl-crypto-guide*).

Va peraltro riconosciuto come il nuovo strumento di finanziamento digitale in questione (su cui v. *considerando* 16 e 17 CCD2), stia mostrando particolare versatilità ed iniziando a diffondersi (seguendo un modello B2B) sia tra le imprese, sia con un'attenzione al versante della sostenibilità.

17 Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

Per approfondimenti su MICA si rinvia, *inter alia*, a: F. ANNUNZIATA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività. La disciplina europea nel contesto globale*, Bologna, 2024; C. PASTOR SEMPERE (edited by), *Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market. Legal Framework for New Digital Assets, Identities and Data Spaces*, Law, Governance and Technology Series, Vol. 71, Springer Cham, 2025, *https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-031-74889-9*.

in quanto oggetto ora di altra normativa settoriale europea[18], ora di una precisa scelta legislativa sul punto.

Emblematico di quest'ultimo caso é il servizio di erogazione di prestiti relativi a cripto-attività (i.e. *crypto lending*), nonché quello speculare di assunzione di prestiti di cripto-attività (i.e. *crypto borrowing*).

Pur rappresentando le facce di un medesimo servizio creditizio, differente a seconda della prospettiva e della parte contraente presa in considerazione (i.e. il prestatore o il prenditore di criptovalute), entrambi i servizi – come meglio si preciserà - non sono specificamente regolamentati né da MICA, né altrove.

Eppure, stando ai risultati del monitoraggio svolto dall'EBA[19], detti servizi stanno registrando una crescente diffusione sul mercato, ponendo interrogativi in merito ad eventuali profili di tutela per il consumatore, magari desumibili dalla più ampia cornice consumeristica.

In particolare, occorre verificare se nel ginepraio delle fonti esistenti – settoriali e orizzontali - possano rintracciarsi elementi utili ai fini di una (ipotetica) ricostruzione di un impianto normativo di riferimento, a tutela del consumatore, nel caso del servizio di *crypto lending/borrowing*, sia esso prestato o meno a distanza.

Nella prospettiva di intercettare tra le maglie normative un "paracadute" o comunque una "rete di sicurezza" per il consumatore, le coordinate rilevanti interesseranno principalmente il regolamento MICA, la direttiva CCD2 e la direttiva UE 2023/2673 sulla prestazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori (DSF2)[20].

La prima fonte normativa è totalmente innovativa e risultato di uno sforzo legislativo sul complesso tema delle cripto-attività, mentre la seconda e la terza sono il frutto del processo di revisione, cui si è già fatto cenno. E' anche vero che la DSF2 si distingue per essere oggetto di prossima abrogazione, con concomitante salvezza di talune disposizioni all'interno di un capo specifico della direttiva 2011/83/UE, recante il quadro generale in tema di tutela del consumatore.

Alla luce del complesso normativo così tratteggiato, premessa una breve descrizione

18 Una delle connotazioni distintive della MICA concerne l'impostazione in negativo rispetto a quanto già disciplinato in altra fonte normativa europea, alla stregua dell'elenco di cui all'art. 2, par. 4, MICA.

Sull'impostazione in negativo e sulle conseguenze applicative di detta scelta legislativa, sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Giappichelli, 2023.

19 Cfr. EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance, cit.*

20 Direttiva (UE) 2023/2673 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

del servizio in questione, appare opportuno prendere le mosse dall'unica fonte che si occupa specificamente di cripto-attività, per poi estendere in un secondo momento l'ambito di osservazione alle altre fonti su indicate.

3. Il servizio di *crypto lending*: inquadramento di una fattispecie variegata e dalle molteplici sfaccettature

Il *crypto lending* rappresenta un tema di crescente interesse ed attento monitoraggio da parte delle Autorità europee[21], a seguito della rapida diffusione dei prestiti in cripto-valute[22], soprattutto a partire dal periodo estivo del 2020[23].

La mancanza di una disciplina specifica[24] e di una definizione normativa[25] del servizio in questione condizionano la corretta individuazione di una fattispecie, che si presta a molteplici variazioni sul tema principale[26], incentrata sull'attività di prestito di o garan-

21 Il primo riferimento al *crypto lending* si scorge nel *report* dell'EBA del 2019 (cfr. EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 January 2029, *https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf)*, ma è soltanto nel successivo *report* del 2022 (EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance, cit.)* che il servizio comincia ad essere oggetto di crescente attenzione, a motivo dell'incremento delle attività di prestito nell'Unione europea, favorendo nel contempo l'estensione, più in generale, delle attività di prestito non bancarie.

22 L'EBA ha posto in evidenza come l'adozione delle attività di prestito di criptovalute nell'Unione europea, sebbene ancora limitata in termini di volumi e valori osservati, sia crescente nel tempo, presenti potenzialità per divenire un'importante fonte di prestito non bancario.

23 Diversamente deve dirsi con riferimento all'ambito dottrinario, ove i pochi contributi che si registrano in materia tendono ad affrontare il tema da diverse prospettive: come semplice caso d'uso della DEFI (cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Embedded Supervision of Decentralized Finance. Final Report*, 2025, *https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/772103b9-e829-11ef-b5e9-01aa75ed71a1/language-en)*, oppure in funzione ora dell'inquadramento giuridico della fattispecie nella cornice normativa vigente in materia finanziaria (cfr. F. ANNUNZIATA, A. PERRONE, M. ARRIGONI, I. GIRARDI, N. DI GABRIELE, *Crypto Lending in the European Union. A position paper*, 28 February 2025, *https://ssrn.com/abstract=5179958*), ora dell'applicazione ai prestatori della regolamentazione prudenziale (cfr. E. AVGOULEAS, A. SERETAKIS, *How Should Crypto Lending Be Regulated Under EU Law?*, in *European Business Organization Law Review*, 2023, 421).

24 Sul punto in questione v. diffusamente *infra*.

25 Una definizione convenzionale di *crypto lending* si deve alle Autorità europee [cfr. ESMA – EBA, *Joint Report - Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR)*, ESMA75-453128700-1391, EBA/Rep/2025/01, 16/01/2025, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA75-453128700-1391_Joint_Report_on_recent_developments_in_crypto-assets__Art_142_MiCA_.pdf*] che hanno di recente approfondito il tema, riportandola nei seguenti termini: "An activity consisting of a provider (lender) transferring a certain value of crypto-assets or funds to a user (borrower) in exchange for the user placing a certain value of crypto-assets or funds as collateral and a commitment that the borrower will return to the lender a value equivalent to the transferred value of crypto-assets or funds and potential additional interests on a future date (or in the event of some other trigger event) to the lender".

26 Una descrizione è fornita da G. BALP, I*l finanziamento digitale: crowdlending, invoice trading cryptolending*, in M. CIAN – C. SANDEI (a cura di), *Il diritto del FinTech*, Padova, 2024, 309.

tito da criptovalute.

Il prestito, sia esso denominato in valuta *fiat* o in cripto-attività, presenta quale tratto comune a tutte le fattispecie la garanzia fornita con una o più cripto-attività.

Potendo avere ad oggetto tanto fondi quanto cripto-attività, viene sovente prestato quale servizio accessorio o complementare su piattaforme di scambio che offrono prodotti e servizi di natura multiforme, talora foriera di potenziali conflitti di interesse[27].

Difatti, pur rappresentando una delle prime applicazioni della finanza decentralizzata (DEFI), il servizio di *crypto lending* viene prestato anche in sistemi centralizzati (CEFI), sebbene il numero dei prestatori abbia subito un significativo ridimensionamento nell'autunno del 2022. Anno che, segnato dal fallimento di una serie di prestatori di cripto-attività[28], è passato alla storia come *Crypto Winter*[29], favorendo lo spostamento delle transazioni su sistemi decentralizzati.

In entrambi i casi – CEFI e DEFI - sono stati però riscontrati numerosi rischi per i consumatori, troppo spesso affascinati dalle novità, ma inconsapevoli e non adeguatamente informati sulla mancanza di tutele connesse alle operazioni in questione.

In attesa di un possibile intervento sul tema e previa ricognizione di alcune fonti normative in materia finanziaria, pare opportuno cominciare a riflettere su un tema tuttora di frontiera, ma suscettibile di crescente risonanza sul mercato, focalizzando l'attenzione, in questa sede, sul servizio di *crypto lending* prestato in un sistema centralizzato.

---

27 Cfr. EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance, cit.*

28 La maggior parte dei prestatori di cripto-attività ancora attivi ha una dimensione internazionale e risulta stabilita al di fuori dell'Unione europea, pur prestando servizi anche nel contesto europeo.

Sulla base di una mappatura fornita in uno studio preparato per il Parlamento europeo (cfr. D.A. Zetzsche, R.P. Buckley, D.W. Arner, M.C. van Ek, *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA,* Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, May 2023, *https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740083/IPOL_STU(2023)740083_EN.pdf):* "Besides Nexo, it is estimated that several dozen centralized crypto lenders remain. At least six of them – Binance Lending, Crypto.com Credit, CoinLoan, CEX.io, YouHodler and Nebeus – are known to be active in Europe220 or use languages that indicate they serve EU clients. Others may be active as well but the extent is not easy to determine due to the lack of a central register or harmonized licensing process; further several lenders are observed to be established outside of the EU".

29 I diversi eventi nefasti, che hanno colpito il settore nel periodo 2022-2023, ha fatto diffusamente parlare di "*Crypto Winter*", sulle cui cause all'origine dei vari fallimenti (tra cui anche quello nazionale di The Rock Trading) si rinvia all'analisi di: D.W. ARNER, D.A. ZETSCHE, R.P. BUCKLEY, J. KIRKWOOD, *The Financialization of Crypto: Lessons from FTX and the Crypto Winter of 2022-2023*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2023/19, *https://ssrn.com/abstract=4372516;* OECD, *Lessons from the crypto winter: DeFi versus CeFi, OECD Business and Finance Policy Papers*, 2022, *https://www.OECD.org/publications/lessons-from-the-crypto-winter-199edf4f-en.htm*.

4. Il *framework* europeo sui mercati delle cripto-attività e l'esclusione del servizio di *crypto lending:* quali prospettive di tutela per il consumatore?

Il primo ambito normativo da prendere in considerazione concerne il regolamento MICA, che offre più spunti di riflessione sul tema del servizio di *lending* di cripto-attività.

In prima battuta, il legislatore non include (*rectius:* esclude) il *crypto lending* dal novero dei servizi per le cripto-attività, come elencati dall'art. 3, n. 16.

Pertanto l'attività in questione rappresenta un servizio non codificato e, in teoria, non riservato a CASP autorizzati.

Le molteplici forme, che l'attività di *crypto lending* può assumere (da quelle decentralizzate a quelle centralizzate) sul mercato, rendono talora difficoltoso inquadrarne e circoscriverne esattamente le distinte fattispecie da sottoporre al vaglio dell'interprete.

Tuttavia, il legislatore non ha assunto una posizione netta in materia, preferendo temporeggiare in attesa di ulteriori dati utili ai fini di un'eventuale decisione normativa.

Simile conclusione emerge sia dal *considerando* 94, sia dall'art. 142, par. 2, lettera b), MICA.

Il primo, usando il consueto tenore "condizionale", precisa: "Il presente regolamento non dovrebbe affrontare l'erogazione e l'assunzione di prestiti relativi a cripto-attività, compresi i *token* di moneta elettronica, e non dovrebbe pertanto pregiudicare il diritto nazionale applicabile. Occorre valutare ulteriormente la fattibilità e la necessità di regolamentare tali attività".

La chiosa finale lascia chiaramente intendere la mancanza di qualunque certezza in merito ad un futuro intervento in materia, condizionato da valutazioni più approfondite sia sulla 'convenienza', sull'opportunità e sulla possibilità pratica di disciplinare il servizio nelle sue diverse sfaccettature, sia sull'urgenza di regolamentare il servizio, alla stregua della relativa diffusione sul mercato.

Spunti e materiale di riflessione in una direzione o nell'altra sono stati forniti dall'ESMA e dall'EBA alla Commissione europea, tenuta a presentare al Parlamento europeo, entro il 30 dicembre 2024, "una relazione sugli ultimi sviluppi in materia di cripto-attività, in particolare negli ambiti non affrontati dal presente regolamento, corredandola se del caso di una proposta legislativa" (art. 142, par. 2, MICA).

Le attività in questione, rimaste fuori dal perimetro normativo, sono state espressamente indicate tra le aree soggette a monitoraggio e successiva valutazione nei termini poc'anzi precisati. La relativa sorte regolamentare rimane pertanto tuttora rimessa alla Commissione europea, la cui decisione potrà trovare espressione o meno in una proposta legislativa.

Una proposta che, nell'ipotesi di una decisione positiva, potrebbe recare aggiornamenti ed integrazioni al testo di MICA in punto di servizi per le cripto-attività, prestatori di

servizi per le cripto-attività (CASP) autorizzati a fornire il servizio, disciplina del servizio medesimo e contestuale modifica della regolamentazione dei servizi per le cripto-attività ad esso connessi (es. servizio di custodia, servizi di scambio di cripto-attività con fondi e di cripto-attività con altre cripto-attività)[30].

Con una precisazione: siffatte indicazioni sono circoscritte a quelle fattispecie che si configurano in un sistema centralizzato (CEFI) e che quindi includono la presenza di un intermediario.

Diversamente, laddove il *lending* si svolga in ambito decentralizzato (DEFI)[31], è presumibile che la proposta normativa sarà del tutto innovativa rispetto a MICA, atteso che i sistemi decentralizzati si distinguono per caratteristiche peculiari (i.e. protocolli automatizzati), non in linea con l'impostazione centralizzata seguita dal regolamento eu-

30 Si aggiunga anche il servizio di negoziazione di cripto-attività, atteso che spesso il servizio di lending è fornito in via accessoria sulla medesima piattaforma utilizzata per il *trading*. Quelli indicati sono solo alcuni degli aspetti suscettibili di revisione normativa.

31 Quello della finanza decentralizzata identifica un altro "sorvegliato speciale" in ambito europeo, ma anche internazionale, ove sono stati preannunciati interventi in materia.

Si segnalano *inter alia*: R. AUER, B. HASLHOFER, S. KITZLER, P. SAGGESE, F. VICTOR, *The Technology of Decentralized Finance (DeFi)*, BIS Working Papers No 1066, January 2023, *https://www.bis.org/publ/work1066.htm*; FSB, *The Financial Stability Risks of Decentralised Finance*, 16 February 2023, *https://www.fsb.org/2023/02/the-financial-stability-risks-of-decentralised-finance/*; IOSCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralized Finance (DeFi)*, FR/14/2023, December 2023; ID., *Decentralized Finance Report*, OR01/2022 – March 2022, *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf*.

In ambito nazionale si annoverano i contributi di: R. LENER, S.L. FURNARI, *La "decentralizzazione" dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione,* in *Liber Amicorum Laura Ammannati*, in *Rivista Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2024, 447; F. ZATTI, *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un "primer", ibidem*, 467.

Quanto all'elenco completo delle tematiche al vaglio prima delle Autorità europee e poi della Commissione europea l'art. 142, par. 2 MICA include:

"a) una valutazione dello sviluppo della finanza decentrata nei mercati delle cripto-attività e del trattamento normativo adeguato dei sistemi decentrati per le cripto-attività senza emittente o prestatore di servizi per le cripto-attività, compresa una valutazione della necessità e della fattibilità della regolamentazione della finanza decentrata;

b) una valutazione della necessità e della fattibilità di regolamentare l'erogazione e l'assunzione di prestiti relativi a cripto-attività;

c) una valutazione del trattamento dei servizi connessi al trasferimento di token di moneta elettronica, se non affrontata nel contesto della revisione della direttiva (UE) 2015/2366;

d) una valutazione dello sviluppo dei mercati delle cripto-attività uniche e non fungibili e del trattamento normativo adeguato di tali cripto-attività, compresa una valutazione della necessità e della fattibilità di regolamentare gli offerenti di cripto-attività uniche e non fungibili, nonché i prestatori di servizi connessi a tali cripto-attività".

ropeo[32].

Peraltro un'eventuale codificazione del servizio all'interno del *framework* di MICA potrebbe essere circoscritta alle cripto-attività elencate nell'art. 3, nn. 5, 6, 7, 9), "compresi i *token* di moneta elettronica"[33], come precisato nell'intercalare del *considerando* 94.

Il riferimento agli *e-money token* (EMT) non dovrebbe però essere sottovalutato, potendo difatti essere interpretato come un possibile "instradamento" degli eventuali passi regolamentari verso la codificazione del servizio entro i margini ed in linea con i termini di riferimento di MICA, oppure come il percorso normativo da favorire (i.e. *lending* di EMT e/o garantito da EMT)[34].

In un modo o nell'altro, qualunque scelta normativa dovesse in ipotesi accogliersi in materia[35], di certo non sarebbe neutra rispetto alla stabilità finanziaria, alla sovranità monetaria e quindi alle finalità della vigilanza.

Difatti l'apertura verso il *lending* di EMT – sia nel caso in cui la *stablecoin* venga utilizzata come *asset* di riferimento, sia in quello in cui funga da *asset* dato in garanzia – ne potrebbe favorire una "significativa" diffusione su larga scala a livello europeo, con conseguente raggiungimento dei livelli di "significatività" per l'*upgrade* degli EMT a SEMT

32 Tanto si evince chiaramente dal considerando 22 MICA, ove si legge: "Il presente regolamento dovrebbe applicarsi alle persone fisiche e giuridiche e ad alcune altre imprese nonché alle attività in cripto-attività e ai servizi per le cripto-attività da esse effettuati, prestati o controllati, direttamente o indirettamente, ivi compresi i casi in cui parti di tali attività o servizi siano effettuati in modo decentrato. Qualora i servizi per le cripto-attività siano prestati in modo completamente decentrato senza alcun intermediario, essi non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento".

33 Deve ovviamente trattarsi di EMT conformi a MICA, come precisato dall'ESMA nel *Public Statement On the provision of certain crypto-asset services in relation to non-MiCA compliant ARTs and EMTs*, ESMA75-223375936-6099, 17 January 2025, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA75-223375936-6099_Statement_on_stablecoins.pdf.*

34 Come evidenziato dalla IOSCO (cfr. *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report*, FR11/2023, 16 November 2023, 70 *https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf*), "Stablecoins are predominantly used to facilitate trading, lending and borrowing of crypto-assets, and are used as a perceived stable leg of a crypto-asset trading pair and as collateral in lending and borrowing arrangements, both on crypto-asset platforms and in DeFi applications and protocols. As such, stablecoins can play an important role in a CASP's operations".

35 La regolamentazione del prestito di EMT potrebbe incentivare il ricorso, la circolazione e la diffusione di *stablecoin* denominate in euro, quale contromisura nella competizione lanciata dalle *stablecoin* ancorate al dollaro, a seguito dell'approvazione del *Genius Act*.

In questa possibile direzione pesano però i passi finali, ancora da compiere, sulla PSD3/PSR e la scadenza del 1° marzo 2026 del regime transitorio introdotto con l'*Opinion* dell'EBA sui rapporti tra PSD2 e MICA (cfr. *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) in relation to crypto-asset service providers that transact electronic money tokens*, EBA/Op/2025/08, 10 June 2025), che involge proprio i token di moneta elettronica (EMT).

(i.e. *significant e-money tokens*). Seguirebbero i passi ulteriori per l'attivazione della procedura prevista in tale ipotesi, l'applicazione del regime più severo di supervisione e il 'cambio della guardia' nella supervisione dall'autorità nazionale a quella europea.

5. L'intervento delle Autorità europee sul *crypto lending* e sui servizi non regolamentati

Il processo di osservazione delle Autorità europee sulle tematiche escluse dal perimetro di MICA ha, nel contempo, prodotto due risultati preliminari a qualunque intervento normativo, arricchendo così di ulteriori tasselli la "fase sperimentale" del percorso di applicazione regolamentare[36].

Si evidenziano al riguardo: in primo luogo, il *report* redatto da ESMA ed EBA per la Commissione europea e pubblicato a gennaio 2025, recante la relazione sugli ultimi sviluppi in materia di cripto-attività[37]; in secondo luogo, lo *Statement* dell'ESMA[38], diretto in particolare ai CASPs, che prestano congiuntamente servizi codificati e servizi non regolamentati.

Il primo intervento risponde ad un obbligo normativo, quale primo *step* di una staffetta tracciata dallo stesso legislatore e riveste pertanto carattere prodromico rispetto alla relazione intermedia che la Commissione europea avrebbe dovuto presentare[39] al Parlamento europeo entro il 30 giugno 2025, ma di cui si attende tuttora la pubblicazione.

Le Autorità europee in tal modo hanno fornito una panoramica delle principali tipologie dei servizi di *crypto lending/borrowing* (nonché di quello di *crypto staking*), riscontrate sul mercato, unitamente ad un'indicazione approssimativa sia del bacino clientelare (rappresentato tanto da consumatori, quanto da imprese ed investitori istituzionali), sia degli istituti finanziari europei impegnati nella prestazione dei servizi *de quibus*.

La descrizione dei più diffusi modelli aziendali è stata accompagnata da un *focus* sui potenziali rischi associati, in particolare, al servizio di *crypto lending.*

Va tuttavia evidenziato come il *report* si limiti a descrivere fattispecie e relative criticità, rimettendo in definitiva alla Commissione europea ogni valutazione e soprattutto

36 Sul punto sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *op. cit.*, 141 ss.

37 Cfr. ESMA – EBA, *Joint Report - Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR), cit.*

38 ESMA, *Statement - Avoiding Misperceptions: Guidance for Crypto-Asset Service Providers Offering Unregulated Services*, 11 July 2025, ESMA35-1872330276-2329, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA35-1872330276-2329_-_MiCA_Statement_Access_to_Unregulated_Activities.pdf.*

39 Il termine indicato dall'art. 140, par. 1, MICA per la presentazione della relazione era quello del 30 giugno 2025, scadenza rimasta inevasa, presumibilmente alla luce delle novità in tema di *stablecoin* denominate in dollari, a seguito dell'approvazione del *Genius Act* sull'altra sponda dell'Oceano.

Al momento non si hanno indicazioni su una nuova tempistica per la pubblicazione di detta relazione.

decisione normativa da assumere in proposito.

Diversamente, lo *statement* si propone di intervenire tempestivamente con la finalità precipua di tutelare i consumatori e prevenire situazioni foriere di confusione su aree disciplinate da MICA ed altre escluse dal perimetro codificato.

Da questo punto di vista, il *crypto lending,* sebbene non espressamente menzionato, vi risulta chiaramente incluso e, in assenza di una disciplina specifica, trova nell'intervento dell'ESMA un primo riscontro positivo, per quanto di carattere generale. Assume valenza interlocutoria, tale da colmare temporaneamente la lacuna normativa (estesa anche ad altri differenti servizi non regolamentati), in attesa di un'eventuale proposta legislativa in materia.

Alla luce dell'ambito in considerazione, l'ESMA precisa cosa debba intendersi per "servizi non regolamentati", individuati in quei servizi non disciplinati né da MICA, né tanto meno da altre normative settoriali dell'Unione Europea.

Fulcro centrale di detto *Statement* diviene il *modus operandi* di tutti i CASPs che prestano servizi regolamentati e non, siano essi offerti in via complementare e in aggiunta a quelli per i quali risultano autorizzati.

Il complesso dei principi generali, che informa il rapporto dei CASP con i clienti, viene richiamato anche nella prestazione dei servizi non regolamentati.

In particolare, l'obbligo per i CASPs di agire "in modo onesto, corretto e professionale secondo il migliore interesse dei clienti effettivi e potenziali" (*ex* art. 66, par. 1) si traduce nell'obbligo di fornire ai clienti medesimi una corretta informazione sul servizio fornito, sulle relative caratteristiche, sulle modalità di prestazione, sulle condizioni e sui termini rilevanti soprattutto dal punto di vista economico, nonché sui vari rischi connessi tanto al servizio, quanto alla tipologia di cripto-attività in concreto utilizzata.

Il CASP deve informare chiaramente il cliente sulla copertura normativa e sull'eventuale sistema di tutele legislative, precisando se il servizio prestato trovi la propria disciplina nel corpo di MICA o di altri atti settoriali dell'Unione Europea.

Nulla quaestio nel caso da ultimo indicato, ove il CASP deve *in primis* essere autorizzato a prestare quel diverso servizio, *in secundis* informare correttamente il cliente sulla normativa di riferimento e sulle tutele ivi previste.

Una corretta e chiara informazione si impone *a fortiori* nell'ipotesi in cui il cliente risulti invece sprovvisto di tutele.

E' il caso di un servizio non regolamentato, prestato unitamente ad altri servizi codifi-

cati sulla piattaforma di un CASP autorizzato, in proprio o da società affiliate[40].

L'utilizzo di una medesima piattaforma per fornire congiuntamente servizi regolamentati e non, potrebbe contribuire a generare situazioni equivoche e foriere di interpretazioni inesatte da parte del cliente, il quale sarebbe fuorviato dal c.d. 'effetto alone'[41], rinveniente dallo *status* di CASP autorizzato.

Quest'ultimo pertanto dovrà adottare tutte le misure necessarie e renderle ben visibili sul proprio sito *web*, onde garantire che i clienti siano pienamente consapevoli anche dello *status* normativo del prodotto/servizio cui accedono.

---

40 Il problema assume infatti ben più ampia portata nel momento in cui il CASP e le società affiliate sono riconducibili ad intermediari multifunzionali (MCI), come definiti dal FSB ["Multifunction crypto-asset intermediaries (MCIs) are individual firms, or groups of affiliated firms, that combine a broad range of crypto-asset services, products, and functions typically centred around the operation of a trading platform", cfr. FSB, *The Financial Stability Implications of Multifunction Crypto-asset Intermediaries*, 28 November 2023, *https://www.fsb.org/uploads/P281123.pdf*] o a società globali di cripto-attività, alla stregua dello *Statement* dell'ESMA, pubblicato il 17 ottobre 2023 per favorire una transizione ordinata e coerente di MICA (cfr. *ESMA clarifies timeline for MiCA and encourages market participants and NCAs to start preparing for the transition*, ESMA74-449133380-441).

Con una visione lungimirante l'Autorità europea già intravedeva criticità connesse al regime transitorio e alla clausola di salvaguardia di cui all'art. 143, par. 3, MICA, evidenziando: "Among these entities are global crypto firms that will continue to operate across several Member States using group structures that tend to be complex and opaque. Beyond the supervisory challenges this creates, opaque group structures may also render it difficult for clients of service providers to know which entity they are dealing with and its regulatory status. Further, these entities may lack a strong compliance culture (e.g., proper governance, organisation arrangements and effective control frameworks) and their large scale and geographic scope allow them to maintain a high level of agility in terms of where they can operate, increasing the risk of conflicts of interest, regulatory arbitrage and an unlevel playing field in the provision of crypto-asset services".

Il tema delle società globali é stato ripreso dall'ESMA in una successiva *Opinion* (cfr. *Opinion to support the convergent application of MiCA*, ESMA75-453128700-1048, 31 July 2024, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA75-453128700-1048_Opinion_on_broker_models.pdf*), nella quale l'Autorità europea evidenzia invece "the specific ability of these entities to engage in regulatory arbitrage. ESMA noted the risk of conflicts of interest, diminished investor protection and the unlevel playing field with EU trading platforms that MCI's business strategies could create".

Le problematiche relative alle piattaforme globali e alla relativa supervisione sono particolarmente avvertite, tanto da aver spinto tre Autorità nazionali (i.e. CONSOB, AMF, FMA) a pubblicare un comunicato congiunto (cfr. *European crypto-asset markets' framework: proposals from the French, the Austrian and the Italian Financial Markets' Authorities*, 15 September 2025, *https://www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/consob_amf_fma_position_paper_mica_20250915*), volto a proporre modifiche normative sul versante della supervisione e della tutela dei consumatori, qualora abbiano accesso a servizi forniti da piattaforme con sede al di fuori dell'Unione europea, ma in grado di raggiungere gli investitori europei attraverso intermediari che rivestono lo *status* di CASP.

41 In tal senso lo *Statement* dell'ESMA, *cit*., il quale individua taluni comportamenti fuorvianti del CASP (ivi incluso quello di utilizzare l'autorizzazione come strumento promozionale di *marketing*) ed elenca una serie di misure, distinguendo tra buone e cattive pratiche, rispettivamente da seguire o da evitare nella prestazione di servizi non regolamentati.

Lo *Statement* dell'ESMA, sebbene offra indicazioni di *soft law* estese a tutti i servizi non regolamentati, costituisce però una guida utile per l'operatività dei CASPs e necessaria per la tutela del consumatore. Il carattere generale utilizzato si presta difatti a molteplici applicazioni, con riguardo alle quali persistono vuoti normativi a livello europeo, ivi incluso il *crypto lending*.

6. La ricerca di un "paracadute" per il cripto consumatore e le opzioni normative disponibili

Quanto detto vale però "senza alcun pregiudizio del diritto nazionale applicabile", come precisato dal *considerando* 94.

In mancanza di una normativa europea, l'eventuale disciplina nazionale esistente in tema di *crypto lending* sarebbe circoscritta al mercato domestico e rappresenterebbe un ostacolo alla relativa prestazione transfrontaliera, divenendo altro elemento di precisazione nell'informazione da fornire al cliente.

Resta però il fatto che il legislatore lascia in tal modo un varco aperto alla scelta degli Stati membri di ricorrere ad interventi nazionali nella regolamentazione attuale o prospettica dei servizi di erogazione e di assunzione di prestiti, siano essi adottati *ad hoc* oppure il risultato di un'eventuale applicazione 'estensiva' e discrezionale della CCD2, sempre circoscritta però alla singola giurisdizione.

Tanto in attesa della decisione finale della Commissione europea in merito all'eventuale disciplina del servizio *de quo*.

E' proprio con riguardo alla cennata fattispecie, nella quale il consumatore potrebbe non essere adeguatamente informato sulle tutele (non) applicabili (*rectius:* sulla mancanza di specifiche tutele), che sorge l'interrogativo se possano o meno individuarsi *aliunde* forme di protezione suppletive, ricorrendo al più ampio contesto della normativa consumeristica.

In questo caso potrebbero entrare in gioco, previa verifica delle possibilità applicative ed a seconda delle peculiarità proprie di ciascuna fattispecie, ora la direttiva settoriale CCD2, come nell'ipotesi poc'anzi accennata, ora la direttiva DSF2, laddove il servizio sia prestato a distanza.

In particolare, possibili opzioni solutorie in materia potrebbero configurarsi, alla stregua dei *considerando* iniziali sia delle direttive citate, sia di MICA, le quali, nell'offrire la *ratio legis* sottesa all'adozione dell'articolato normativo, indicano talora all'interprete la strada da seguire.

Ad onor del vero, non sempre il legislatore assume una posizione netta su temi di fron-

tiera o al limite di diverse qualificazioni normative[42], preferendo temporeggiare in attesa dei risultati di un esercizio di monitoraggio o di una valutazione più approfondita, che nel caso di specie è stata fornita dal citato *Report* di ESMA ed EBA.

Eppure, a fronte dell'incertezza normativa, la tendenza legislativa ad "insinuare il dubbio" su più strade alternative praticabili si trasforma talora in un elemento di riflessione, che vale la pena prendere in considerazione in presenza di un vuoto normativo, ma soprattutto a tutela del consumatore.

E' in questa direzione che si cercherà di procedere nelle brevi riflessioni che seguiranno, prendendo nuovamente le mosse da MICA e dal relativo rapporto con la disciplina trasversale della DSF2, nonché a cascata con la CCD2.

6.1. La relazione 'criptica' tra MICA e DSF2

In prima battuta va evidenziato come il rapporto di MICA con la direttiva sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori (DSF) sia stato piuttosto controverso nell'*iter* di definizione del *framework* europeo sulle cripto-attività e rimane tuttora alquanto criptico per più aspetti.

Le criticità derivano altresì dalla fase evolutiva e di "trasformazione" che nel frattempo anche la DSF ha attraversato, parimenti a tutte le normative del settore finanziario, colpite dal vento innovativo di *FinTech*.

Detta fase evolutiva ha portato dapprima ad una specifica menzione delle cripto-attività nella proposta di direttiva[43], poi ad una totale omissione nel testo definitivo, lasciando così nel limbo ogni possibile riferimento.

42 E' il caso sia della concreta qualificazione delle cripto-attività, che diviene scriminante ai fini della normativa applicabile (i.e. sulle distinzioni tra cripto-attività e strumenti cfr. ESMA, *Orientamenti sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari*, ESMA75453128700-1323, 19 marzo 2025, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs_IT.pdf*; ESAs, *Final Report. Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for the classification of crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114*, ESA 2024 28, 10 December 2024, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/JC_2024_28_Guidelines_on_explanations_and_opinions__and_the_standardised_test_for_crypto-assets_under_MiCA.pdf*), sia della considerazione di taluni servizi per le cripto-attività, che sfuggono ad un inquadramento preciso e si sovrappongono ad altri servizi finanziari già disciplinati (cfr. *considerando* 90 e 91).

43 Prime osservazioni sulla proposta di DSF2 si devono a: M. MAUGERI, *Mercato finanziario, cripto-attività, proposta di Regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, in *Contratto e Impresa /Europa*, n. 1/2022, 1; ID., *Proposta di Regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, n. speciale/settembre 2022, 229; Pietro Sirena, *La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di cripto-attività*, *ibidem*, 315.

Diversamente, nel testo di MICA, il riferimento alla direttiva 2002/65/CE (DSF)[44], seppure confinato in un *considerando* iniziale, è rimasto immutato in tutto il percorso normativo, connotato però da differenti risvolti applicativi, sul versante ora dell'emissione (i.e. *considerando* 37)[45], ora della distribuzione sul mercato delle cripto-attività (i.e. *considerando* 79).

In particolare, per la parte che in questa sede rileva (i.e. quella del *crypto lending*) il *considerando* 79 precisa: "I servizi per le cripto-attività dovrebbero essere considerati «servizi finanziari» quali definiti nella direttiva 2002/65/CE nei casi in cui soddisfano i criteri di tale direttiva. Se commercializzati a distanza, anche i contratti tra i prestatori di servizi per le cripto-attività e i consumatori dovrebbero essere soggetti alla direttiva 2002/65/CE, salvo esplicita disposizione contraria del presente regolamento".

Ne deriva un'estensione del raggio di azione della DSF, rinveniente dall'equiparazione dei servizi per le cripto-attività con i servizi finanziari come definiti dalla DSF[46] e subordinatamente alla sussistenza dei presupposti richiesti dalla direttiva medesima (i.e. sistema centralizzato).

Ai fine della problematica in considerazione, va evidenziato come la stessa DSF, alla stregua di quanto dichiarato dallo stesso legislatore, in più occasioni sia stata utilizzata come "rete di sicurezza" per il consumatore con riferimento a fattispecie riconducibili a

44 La nuova direttiva sui servizi finanziari prestati a distanza (DSF2) è stata approvata successivamente a quella relativa ai mercati per le cripto-attività. Pertanto il riferimento alla direttiva 2002/65/CE va correlato alla direttiva 2023/2673, adottata in sostituzione e ad abrogazione della precedente.

45 Considerazioni sul coordinamento di MICA con la disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e, in particolare, sull'applicazione del diritto di recesso ai sensi dell'ultima normativa indicata, si rinvia a: F.P. PATTI, *L'offerta al pubblico di cripto-attivita` nel Titolo II del Regolamento MiCA*, in *Rivista di Diritto Civile*, n. 1/2024, 97, in specie 129.

46 Cfr. art. 2, lettera b), DSF: per «servizio finanziario» deve intendersi "qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento".

Detta definizione costituisce il risultato di un *iter* travagliato, su cui sia concesso rinviare a M.T. PARACAMPO, *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e la tutela del consumatore*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2003, II, 382, in particolare, 398-399.

servizi latamente finanziari[47] e privi di una disciplina specifica a livello europeo[48].

La riconosciuta funzione ha prodotto due importanti risultati: in primo luogo, quello di applicare "una serie di norme armonizzate a vantaggio dei consumatori e dei professionisti" (*considerando* 6); in secondo luogo, di considerare i casi indicati come significativi precedenti da riproporre per le successive fattispecie del medesimo tenore.

L'esperienza pregressa ha pertanto spinto il legislatore, anche nella DSF2, sia a riconoscere e sostenere la perdurante rilevanza dell'applicazione orizzontale della normativa medesima, sia *a fortiori* a manifestare l'esigenza di preservare anche nel futuro la cennata funzione di "rete di sicurezza"[49]. E quest'ultima "contribuisce a garantire un livello elevato di protezione dei consumatori, assicurando al tempo stesso parità di condizioni tra i professionisti"[50].

Ad adiuvandum, la soluzione indicata trova ulteriore supporto nel *considerando* 7, ove il legislatore, conformemente alla finalità precipua di prevenire duplicazioni e sovrapposizioni tra la legislazione settoriale europea e la DSF2, ne conferma l'applicazione residuale con funzione di «rete di sicurezza» o come "paracadute" normativo, "per i servizi finanziari che non sono contemplati dalla legislazione settoriale dell'Unione o che sono esclusi dall'ambito di applicazione degli atti dell'Unione che disciplinano specifici servizi finanziari".

La precisazione finale assume particolare rilevanza per il servizio di *crypto lending*, che potrebbe essere riconducibile ad entrambe le ipotesi su indicate.

Premessa l'equiparazione dei servizi per le cripto-attività con i servizi finanziari, "quali definiti nella direttiva 2002/65/CE" (*considerando* 79 MICA), unitamente al riferimento in quest'ultima definizione al più ampio ambito dei "servizi di natura creditizia", l'apertura finale del *considerando* 7 DSF2 diviene di ausilio per il *crypto lending,* prospettando due strade entrambe praticabili ai fini dell'applicazione della "rete di sicurezza" ivi delineata.

Difatti, se il *crypto lending* non risulta contemplato espressamente da alcuna normativa

47 Sulla natura di un servizio finanziario si era già espresso, con riferimento alla definizione riportata nella DSF, ZORZI (cfr. *La disciplina europea dei servizi finanziari*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. economia*, XXVII, *Il contratto telematico*, a cura di RICCIUTO-ZORZI, Padova, 2002, 289), che osservava come "é il tipo di attività in sé e per sé che qualifica il servizio offerto come servizio finanziario e non già il soggetto che lo offre", in quanto, proseguiva, "potrebbero emergere nel mercato soggetti diversi anch'essi legittimati".

48 La "rete di sicurezza" fornita dalla direttiva 2002/65/CE è stata altresì utilizzata in un caso giurisprudenziale (i.e. Tribunale di Verona, II Sez. Civile, 24 gennaio 2017, n. 195, con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 47), riconosciuto e portato come esempio nei lavori europei, a supporto della proposta di direttiva di modifica della direttiva citata.

49 Nell'impianto della DSF2 le disposizioni di tutela, che compongono la rete di sicurezza, confluiscono in un capo *ad hoc* della più ampia cornice consumeristica della direttiva 2011/83/CE, con contestuale abrogazione della direttiva 2002/65/CE (DSF).

50 *Sic considerando* 6 DSF2.

settoriale a livello europeo (né specifica, né generica), per altro verso é indirettamente escluso[51] dal raggio di azione di discipline europee su specifici servizi finanziari. Esclusione che, nel caso di specie, opera con riguardo al regolamento MICA, il quale reca la disciplina – generale e speciale - dei servizi per le cripto-attività.

Nei termini accennati, la DSF2 potrebbe sopperire alla mancanza[52] di una specifica disciplina del servizio di *crypto lending,* continuando a svolgere, a tutela del consumatore, quella funzione di "rete di sicurezza", già riconosciutale in fattispecie finanziarie pregresse.

Certo l'applicazione sarebbe circoscritta alla prestazione a distanza del servizio di *crypto lending*, ma offrirebbe in ogni caso un *framework* armonizzato in tutto il contesto europeo, sicuramente preferibile ad eventuali ed isolate scelte nazionali seguite in materia, che contribuirebbero invece a frammentare ulteriormente il mercato.

6.2 Le possibili soluzioni alternative

Ciascuna fattispecie, riconducibile *lato sensu*[53] al servizio di *crypto lending*, è suscettibile di una diversa qualificazione a seconda delle specifiche sfaccettature[54]. Elemento quest'ultimo che può incidere sulla relativa corretta riconduzione sia alle tipologie finanziarie codificate, sia alla giusta fonte normativa di riferimento vigente. In tutti i casi però emerge l'esigenza di individuare – ove possibile – un "paracadute" normativo di tutela per i consumatori.

A tal fine, la natura creditizia del servizio, ove coinvolga un consumatore, consente di ricondurlo, nei termini già indicati, non solo alla DSF2, bensì – in ipotesi – anche alla CCD2, nel cui alveo potrebbe confluire proprio l'ipotesi più semplice, quella del prestito fornito in valuta *fiat*[55] (poi oggetto di conversione in cripto-attività oppure garantito da cripto-attività). In tal caso potrebbe configurarsi una fattispecie di credito al consumo, soggetta alla disciplina della CCD2.

Una soluzione di questo tenore è rimessa alla scelta degli Stati membri, che a dispetto della maggiore armonizzazione ventilata dalla CCD2, conservano ampi spazi decisionali

51 L'esclusione – come precisato *supra* - deriva da quanto riportato nel *considerando* 94, che pone il *crypto lending* al di fuori del perimetro regolamentato da MICA, rimandandone nel tempo un'eventuale inclusione nel novero dei servizi codificati.

52 La funzione indicata potrebbe essere solo temporanea, qualora la Commissione europea dovesse prendere in considerazione l'idea di integrare l'elenco dei servizi per le cripto-attività con quello del *lending*, adeguando di conseguenza la disciplina applicabile ai CASPs autorizzati.

53 *Lato sensu*, in considerazione dei modelli di *business* diffusi sul mercato, penalizzata però dalla mancanza di una disciplina e di una definizione normativa.

54 Il prestito di cripto-attività, a seconda delle connotazioni distintive di ciascuna fattispecie, è stato anche avvicinato al prestito di titoli e materie prime.

55 Detta ipotesi è presa in considerazione anche dal *Report* di ESMA ed EBA, *cit*. , che riporta come la soluzione in questione sia stata adottata proprio da taluni Stati membri (*sub* nt. 155).

nei mercati domestici[56].

Tanto viene confermato dai diversi varchi lasciati - dichiaratamente[57] - aperti all'esercizio della discrezionalità nazionale ed enucleabili dai *considerando* iniziali della CCD2. Si aggiungano anche quelli della DSF2 che, a loro volta, rinviano e fanno salva l'applicazione della CCD2 o di altra normativa europea, ma sempre a discrezione degli Stati membri.

Possono pertanto intravvedersi possibili soluzioni alternative per il caso del *crypto lending*, avendo riguardo alla predetta discrezionalità nazionale, che trova espressione non solo nella scelta di adottare e/o mantenere – come già precisato – specifiche discipline domestiche o regolamentazioni più generali, comunque applicabili, sul servizio in questione (cfr. *considerando* 94 MICA), bensì anche in quella di ricorrere (in)direttamente alla direttiva CCD2[58].

Difatti, come evidenziato, se più elementi spingono a favore dell'applicazione della disciplina della DSF2, in caso di prestazione del servizio a distanza ed in presenza dei presupposti necessari, qualora invece gli Stati membri dovessero decidere di estendere l'applicazione delle tutele di cui CCD2[59], la DSF2 dovrebbe cedere il passo alla *lex specialis* (i.e. CCD2)[60], assumendo così portata residuale.

E' vero che lo stesso legislatore della CCD2 è consapevole dell'evoluzione e dei mutamenti in corso nel settore del credito[61], tanto da aver revisionato il testo della direttiva per adeguarlo all'era digitale. E' altrettanto consapevole che la finalità principale sia quella di garantire e rafforzare il livello di protezione dei consumatori.

In questa prospettiva, già *ante* CCD2, "alcuni Stati membri hanno applicato la direttiva 2008/48/CE in settori non rientranti nel suo ambito di applicazione per rafforzare il livello di protezione dei consumatori, mentre altri Stati membri dispongono di norme nazionali differenti per la disciplina di tali settori derivanti da specificità del mercato"

56 A titolo esemplificativo, si rinvia al *Considerando* 23 CCD2: "Per quanto riguarda tipi particolari di contratto di credito cui sono applicabili solo alcune delle disposizioni della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero mantenere la facoltà di regolamentarne, nel loro diritto nazionale, gli altri aspetti non armonizzati dalla presente direttiva".

57 Nel senso che sono espressamente e diffusamente riconosciuti in più *considerando*.

58 In tal senso depone il *considerando* 14 CCD2.

59 In tal senso il c*onsiderando* 19 DSF2, ove si precisa: "In linea con la direttiva 2014/17/UE e con la direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio, gli Stati membri possono applicare tali direttive, conformemente al diritto dell'Unione, a settori che non rientrano nel loro ambito di applicazione".

60 *Considerando* 8 CCD2: "La presente direttiva integra le norme stabilite nella direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio. Per garantire la certezza del diritto, dovrebbe essere chiarito che, in caso di conflitto fra le disposizioni della presente direttiva e quelle della direttiva 2002/65/CE, si dovrebbero applicare le disposizioni della presente direttiva in quanto *lex specialis*".

61 Cfr. *considerando* 7 CCD2.

(*considerando* 15).

Tuttavia, anche a seguito della CCD2 e del relativo "tentativo" di ulteriore armonizzazione, "gli Stati membri dovrebbero rimanere liberi di mantenere o introdurre norme nazionali", nel caso in cui manchino nella nuova direttiva disposizioni armonizzate.

Ad adiuvandum, su versante complementare e decisivo ai fini della questione in considerazione, un ulteriore avallo trova riscontro nel *considerando* 14, ove si legge: "La presente direttiva non dovrebbe tuttavia pregiudicare l'applicazione da parte degli Stati membri, conformemente al diritto dell'Unione, delle disposizioni della presente direttiva a settori che non rientrano nel suo ambito d'applicazione. Di conseguenza, uno Stato membro potrebbe mantenere o introdurre norme nazionali conformi alla presente direttiva o a talune delle sue disposizioni in materia di contratti di credito al di fuori del suo ambito di applicazione".

7. Qualche considerazione finale

La visione prospettica e lungimirante, adottata dalla DSF sin dal 2002, che ha prediletto un approccio ampio e di tenore generale, basato sulla funzione svolta dal servizio finanziario, piuttosto che su un *numerus clausus* connessa ad un'elencazione tassativa, consente tuttora di farvi ricorso anche per quelle fattispecie che non identificano servizi finanziari intesi *strictu sensu*.

Seguendo la via indicata, un'interpretazione estensiva conduce verso l'applicazione e il riconoscimento al consumatore di una "rete di sicurezza" nel caso del *crypto lending*, nonché parimenti di servizi non regolamentati o in attesa di regolamentazione.

Su un versante complementare, l'occasione potrebbe essere comunque propizia per cominciare a ripensare (soprattutto nella prospettiva di una maggiore tutela del consumatore, che si avventura troppo spesso in situazioni opache) la stessa nozione di "credito ai consumatori" e la direttiva CCD2, sia slegandola dal riferimento stretto alla valuta *fiat*, sia attribuendole una connotazione trasversale che, in virtù della transtipicità che la caratterizza[62], ne favorirebbe l'applicazione ad un bacino più ampio di fattispecie, a prescindere dalla natura dell'*asset* specifico, oggetto del contratto di credito.

Una maggiore apertura verso siffatte sfide digitali potrebbe tutelare il consumatore, rispondendo alle emergenti esigenze di tutela derivanti da continue forme di "contaminazione" tra la tradizione creditizia, l'evoluzione tecnologica e l'innovazione normativa.

Fermi restando i principi generali fissati da MICA e in attesa dello scioglimento della riserva da parte della Commissione europea, si prospettano più strade praticabili in direzione dell'applicabilità di un regime di tutela del consumatore, rappresentato *in primis* dall'eventuale specifica disciplina nazionale, in mancanza della quale – *in secundis* – a

62 In tal senso R. CARATOZZOLO, op. cit., 559, il quale rinvia a L. MODICA, *Commento sub art. 121*, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di S. BONFATTI, Pisa, 2021, 867 ss.

scelta degli Stati membri, potrebbe farsi ricorso alla CCD2. Non ultimo, qualora il servizio sia prestato a distanza, potrebbe intervenire la "rete di sicurezza" fornita dalla DSF2.

Tuttavia, ognuna delle possibili ipotesi normative di tutela del cripto consumatore si connota per il carattere temporaneo – e talora precario - della soluzione e della prospettiva adottata, che vanno adattate alla forma che ciascuna fattispecie di *lending* può presentare in concreto.

Diversamente, una regolamentazione specifica del servizio in questione all'interno della cornice di MICA potrebbe rappresentare un incentivo alla relativa offerta su piattaforme centralizzate, con conseguente codificazione dello *status* sia del servizio, sia del prestatore.

Tanto contribuirebbe a prevenire la creazione di altre aree di opacità su un servizio non codificato, ma su cui pesa l'incertezza normativa che, se per un verso può spostare importanti volumi su sistemi decentralizzati, per altro verso disincentiva e diviene di ostacolo alla relativa prestazione in ambito europeo, lasciando il settore del credito nelle mani di grandi *players* internazionali, come peraltro già si registra[63]. E questi ultimi potrebbero scegliere di "giocare" tra forme di arbitraggio normativo o sottrarsi alla disciplina europea, ricorrendo all'*escamotage* della c.d. sollecitazione inversa (*ex* art. 61 MICA)[64].

63 Come già precisato, i fornitori di prestiti cripto più dominanti risultano stabiliti al di fuori dell'UE. Motivo rilevante, quest'ultimo, che dovrebbe far propendere per una regolamentazione del servizio, atteso che diversi saranno i casi in cui i consumatori ricorreranno a prestatori non UE o a CASP autorizzati, che partecipano ad una struttura di gruppo "opaca e complessa" (come definita dall'ESMA, su cui v. *supra*), tale da consentire il ricorso all'*escamotage* della sollecitazione inversa.

E quello delle piattaforme globali rappresenta uno dei punti focali delle recenti proposte di modifiche al framework di MICA, presentate congiuntamente da tre Autorità (CONSOB, AMF, FMA, *cit.).*

64 L'art. 61 MICA, rubricato "*Prestazione di servizi per le cripto-attività su iniziativa esclusiva del cliente*", statuisce al par. 1 : **"**Quando un cliente stabilito o residente nell'Unione avvia su propria iniziativa esclusiva la prestazione di un servizio o un'attività per le cripto-attività da parte di un'impresa di un paese terzo, il requisito di autorizzazione di cui all'articolo 59 non si applica alla prestazione di tale servizio o attività per le cripto-attività da parte dell'impresa del paese terzo a tale cliente, ivi compreso un rapporto connesso specificamente alla prestazione di tale servizio o attività per le cripto-attività".

Il tema della sollecitazione inversa è oggetto di ampio dibattito, potendo rappresentare un escamotage per bypassare tutto il *kit* della necessaria *compliance* prevista da MICA per la prestazione di servizi per le cripto-attività nel contesto europeo.

Al fine di evitare elusioni della disciplina prevista dall'art. 61, l'ESMA ha formulato una serie di *Orientamenti sulle situazioni in cui si ritiene che un'impresa di un paese terzo cerchi di procurarsi clienti stabiliti o residenti nell'UE e sulle prassi di vigilanza volte a individuare e prevenire l'elusione dei criteri relativi all'esenzione per iniziativa esclusiva dei clienti ai sensi del regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (MiCA)*, ESMA35-1872330276-2030, 26 febbraio 2025, *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-02/ESMA35-1872330276-2030_Guidelines_on_reverse_solicitation_under_MiCA_IT.pdf.*

La codificazione del servizio, in linea con l'impostazione MICA, potrebbe apportare benefici *in primis* al consumatore, *in secundis* al prestatore, che godrebbe di parità di condizioni (*level playing field*), nonché in definitiva al mercato, che gioverebbe della chiarezza normativa su un ulteriore tassello del complesso settore delle cripto-attività.

Aspetto di non ultima considerazione diviene altresì l'ampliamento delle fonti di credito e di finanziamento per il consumatore, le quali in tal caso potrebbero ripercorrere i canali sia bancari, sia finanziari non bancari, nel momento in cui abbiano ad oggetto e/o in garanzia *stablecoin* (in particolare, EMT) ancorate alla valuta *fiat*[65].

Tanto infine consentirebbe al consumatore di cominciare a "familiarizzare" con le transazioni in EMT, in attesa dell'euro digitale.

65 In questa direzione sembra procedere proprio l'iniziativa, annunciata il 25 settembre 2025, da 9 nove banche europee consorziate in funzione dell'emissione di una *stablecoin* denominata in euro, nel rispetto della MICA (*https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases/2025/september/nine-major-european-banks-join-forces-to-issue-stablecoin.html*).

La consulenza finanziaria automatizzata nella prospettiva della sostenibilità*

PAOLA LUCANTONI
Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari
Università di Roma Tor Vergata

LORENZO LOCCI
Dottore di ricerca in Diritto dell'economia
Università Guglielmo Marconi di Roma

SOMMARIO: 1. Introduzione: automazione dei processi decisionali nella quarta rivoluzione industriale. – 2. Mercati finanziari ed efficienza informativa. – 3. Crisi del paradigma della razionalità dell'investitore: metacognizione ed eteroregolazione nelle scelte di investimento. – 4. Pluralità dei modelli organizzativi della consulenza automatizzata. Princìpi e problemi. – 5. La consulenza finanziaria automatizzata favorisce scelte di investimento sostenibili?

1. Introduzione: automazione dei processi decisionali nella quarta rivoluzione industriale.

L'evoluzione tecnologica del primo decennio del terzo millennio, nota anche con l'espressione di "quarta rivoluzione industriale"[01], sta plasmando in profondità i meccanismi produttivi dell'economia globalizzata con l'introduzione dell'intelligenza artificiale nei *processi decisionali*, finora sede privilegiata dell'attività dell'uomo. Nella prospettiva del giurista, poi, con l'industria 4.0, abitata dalle *smart factories*, l'intelligenza artificiale, da fattore produttivo dell'organizzazione diviene, in parte, essa stessa organizzazio-

* Anche se il lavoro è frutto di una riflessione comune, i §§ 1, 2 e 3 sono da attribuirsi a Paola Lucantoni mentre i §§ 4 e 5 a Lorenzo Locci.

01 Sull'impatto della quarta rivoluzione industriale nel mondo produttivo v. L. YANG, *Industry 4.0. A Survey on technologies, applications and open researches issues*, 6 *Journal on Industrial Information Integration* 1 (2017).

ne dei fattori produttivi.

Con particolare riferimento al mercato finanziario, la rivoluzione tecnologica, prospettando nuove modalità di organizzazione dei servizi di investimento, impone una prospettiva nuova di regolamentazione, anche a livello secondario, e di vigilanza, a tutela degli investitori e dell'integrità del mercato finanziario, capace di dialogare con l'intelligenza artificiale[02]. Se il clima, nel mercato finanziario, è da quarta rivoluzione, ancorché tecnologica, la risposta del legislatore europeo oscilla tra due poli opposti: da un lato sembra prospettare *regulatory sandboxes*[03], zone franche che fungono da incubatori del mercato in cui gli attori possano sperimentare le nuove tecnologie; dall'altro, mosso dallo spettro delle potenzialità eversive dell'intelligenza artificiale, affida soprattutto ai *regulatory technical standards* dell'ESMA il difficile compito di imbrigliare le novità finanziare in una disciplina che, seppur a protezione degli interessi degli investitori e dell'integrità del mercato, rischia di aumentare enormemente i costi di *compliance* del sistema.

2. Mercati finanziari ed efficienza informativa.

Nella prospettiva di regolazione del mercato interessa, ai fini della nostra indagine, esplorare la rilevanza, dal lato dell'offerta e da quello della domanda, delle informazioni al fine di ricostruire la prospettiva, mutevole nel tempo, di conformazione del legislatore dei meccanismi di formazione del prezzo di mercato dei prodotti finanziari.

Dal lato dell'offerta, difatti, il mercato deve garantire al venditore, nella prospettiva della concorrenza con gli altri partecipanti al mercato stesso, di rendere disponibili, per i consumatori, le informazioni rilevanti sulle caratteristiche del bene. Dal lato della domanda, il dato del prezzo, unitamente alle altre informazioni sulla tipologia di prodotto, deve consentire il meccanismo di regolazione delle scelte di consumo, necessariamente ancorate vuoi al prezzo vuoi alle caratteristiche dei prodotti offerti da valutarsi in termini di funzionalità rispetto alle aspettative di consumo.

Il tema di indagine, se calato nel mercato finanziario, è connotato da elementi di specialità, a ragione delle caratteristiche dei prodotti scambiati nel mercato finanziario.

---

02 In argomento cfr. D. Zetzsche, R. Bucley, D. Arner and J. N. Barneris, *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, European Banking Institute Working Paper Series No. 11 (2017); T.C.W. Lin, *The New Investor*, in 60 *UCLA L. Rev.* 678 (2013); V. Caivano, S. Ciccarelli, G. Di Stefano, M. Fratini, G. Gasparri, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola, *Il* trading *ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di* policy, CONSOB, Discussion Papers, 5 dicembre 2012; e, con particolare riferimento alla digitalizzazione della consulenza finanziaria, *Robo Advice*, cfr. CONSOB, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, *Quaderni FinTech*, 3 gennaio 2019.

03 È la prospettiva seguita in riferimento alle *Distributed Ledger Technologies* su cui sia consentito il riferimento a P. Lucantoni, Distributed Ledger Technology *e infrastrutture di negoziazione e* post-trading, in R. Lener (a cura di), FinTech*: diritto, tecnologia e finanza, Quaderno di Minerva bancaria*, 2018, p. 97 ss.

Graduando le tipologie di beni in funzione della modalità di assegnazione di un giudizio di valore da parte del consumatore, la dottrina economica ha proposto una tripartizione tra le differenti categorie di prodotti – *search goods, experience goods* e *credence goods* – che sintetizza tre differenti gradi di processabilità delle informazioni da parte del consumatore e, dunque, tre differenti modalità di attribuzione del valore al bene. Viene, così, utilizzata l'espressione di "*search good*" per indicare quei beni, tipicamente di consumo, che impongono al cliente un'attività di ricerca, *ex ante* e sul mercato, avente ad oggetto la qualità dei beni o servizi offerti, condizionata anche dalla provenienza da un determinato venditore, e la loro funzionalità ai bisogni di consumo dell'individuo stesso. In questo caso il soggetto, consumatore, è protagonista, non sostituibile in base alle caratteristiche personali di ogni individuo, del processo di selezione del bene maggiormente rispondente ai propri bisogni. Ne risulta che tutta la legislazione consumeristica è fortemente incentrata sulla trasparenza, sebbene sia segnata, più di recente, da un intervento di eteronormazione da parte anche delle autorità indipendenti, funzionale alla conformazione del mercato. In una diversa prospettiva, invece, si collocano la categoria degli *experience goods*, cui possono essere ricondotti quei beni (tipicamente negoziati sul mercato secondario dei beni usati) o servizi (come la ristorazione), il cui giudizio di valore è possibile solo *ex post*, dopo aver consumato/acquistato il prodotto o dopo aver usufruito del servizio.

I prodotti finanziari sono, invece, ascrivibili alla terza categoria dei c.d. *credence goods*, o beni di secondo grado, il cui giudizio sul valore di scambio, *recte* sul prezzo di mercato, è possibile solo processando una serie complessa di informazioni non accessibili direttamente dall'investitore, ma unicamente per il tramite di rappresentazioni fornite direttamente dall'emittente/offerente[04]. Nel caso dei prodotti finanziari il mercato,

04 Su questi temi cfr. R. KERSCHBAMER-M. SUTTER-U. DULLECK, *How Social Preferences Shape Incentives in (Experimental) Markets for Credence Goods*, in 126 *Econ J* (2017), p. 393 dove una analisi delle inefficienze informative originate nel mercato dei *credence goods*, tra cui i servizi legali, i servizi informatici, caratterizzati da una *superior information of the seller about the surplus-maximising quality.* Nella letteratura interna, con particolare riferimento ai servizi finanziari la cui rispondenza del prezzo del servizio al giudizio di valore sull'utilità attesa dal cliente dipende dalla relazione negoziale tra intermediario e cliente ma anche da fattori macroeconomici che sfuggono al controllo delle parti cfr. F. CESARINI, *I servizi finanziari: il punto di vista dell'economista*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, p. 28.

difatti, tramite il prezzo, « opera una *valutazione di secondo grado* »[05] che quantifica il rischio dell'investimento secondo due parametri rappresentati (i) da i profili soggettivi dell'emittente/offerente, inteso come il soggetto giuridico titolare dell'iniziativa della raccolta del risparmio (ii) e dai profili oggettivi dello strumento finanziario, che si determinano in base all'inventario dei diritti incorporati nei prodotti finanziari immessi sul mercato.

Con l'espressione « efficienza informativa » del mercato dei capitali, meglio nota con

05 Così, in riferimento al mercato delle azioni, G. Ferri *jr.*, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 197. L'A., a p. 189, osserva come se il sistema del codice considera la partecipazione azionaria innanzitutto come uno « strumento di investimento », nella regolamentazione del mercato finanziario viene al contrario intesa tendenzialmente in termini di « oggetto di scambio » e dunque oggetto di « un sistema di scambi » che è il mercato; ancora di più, la partecipazione azionaria può essere intesa come un « prodotto » che circola nel mercato finanziario. Il collegamento tra azione e mercato caratterizza, poi, lo stesso fenomeno azionario complessivamente considerato, posto che « l'adozione dello strumento azionario risulta diretta non tanto e non solo alla circolazione della partecipazione sociale, quanto piuttosto alla formazione del relativo mercato in quanto sistema autonomo di valutazione, e dunque in quanto sistema di prezzi ». L'A. inoltre, a p. 191 testo e nt. 130, osserva come « la formazione del mercato finisce per (ed appare diretta ad) attribuire un autonomo valore alla azione, quello, appunto, di mercato, nell'ambito del quale la duplicità dei valori (nominale e reale) della azione viene per così dire superata: e se la funzionalità della azione si esaurisce nel mercato, si deve allora concludere che la presenza di un duplice valore, reale e nominale, della azione consegue appunto al fatto che essa rappresenta l'esito di una tipizzazione della partecipazione, e non viceversa ». In questo stesso senso, in riferimento al mercato secondario, C. Angelici, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E Colombo e G.B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 131 ss. secondo cui la standardizzazione dell'azione risultante dalla tecnica azionaria agevola « l'instaurazione e il funzionamento di un mercato secondario che abbia per oggetto l'unità azionarie: un mercato nel quale ad esse, proprio perché prefigurate in termini oggettivi (...) è possibile assegnare uno specifico valore », peraltro suscettibile « entro certi limiti, di prescindere dal valore stesso del patrimonio sociale ». In argomento anche A. Tucci, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto,* Milano, 2008, in part. p. 34 ove l'osservazione che nel mercato finanziario «le azioni (e, eventualmente, gli altri «strumenti finanziari») – e indirettamente, le situazioni soggettive in esse incorporate – vengono in rilievo, fondamentalmente, come oggetto di scambio». Così la formazione del prezzo, poi, si basa sulla logica del mercato e può portare ad un valore diverso da quello reale, ancorché ad esso collegato; la funzione dell'azione è, secondo G. Ferri *jr.*, *Investimento e conferimento*, cit., p. 193 e nt. 137 allora, «quella di riconoscere alla partecipazione sociale un *prezzo unitario*, riferito cioè a quella *unità* che si denomina appunto azione». Ne consegue che in presenza di pluralità di categorie di azioni il mercato esprimerà per ciascuna un prezzo. Nello stesso senso M. Maugeri, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni,* in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 93 ss. e M. Maugeri-H. Fleischer, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano,* in *Riv. dir. soc.*, 2013, p. 94 ss.

l'acronimo *EMH* tratto dall'espressione *efficient market hypothesis* [06], si è inteso riferirsi all'idoneità del prezzo (che, si ripete, rappresenta il valore di scambio) degli strumenti finanziari ad esprimere un giudizio sul valore (stavolta fondamentale) dell'investimento nel mercato finanziario per consentire, all'investitore, di assumere una decisione in ordine alla destinazione del proprio risparmio. In altre parole, si verrebbe a realizzare quella « situazione cioè in cui il mercato è in grado di apprezzare le informazioni in esso disponibili; in cui in sostanza, il prezzo è idoneo a rifletterle »[07]. Da ciò, si è osservato, discendono quattro corollari: (i) « il prezzo diviene il segnale che per così dire incorpora le informazioni presenti sul mercato »; (ii) « il prezzo rappresenta esso stesso un'informazione »; (iii) « il prezzo è in grado di variare solo a seguito di nuove informazioni al momento non conosciute »; (iv) e le variazioni di prezzo « non sono definizioni prevedibili »[08].

Il ragionamento, allora, si sposta sulla individuazione dei meccanismi che consentano (1) la formazione di un prezzo in grado di esprimere il valore di (non scambio ma forse più propriamente) posizionamento del prodotto finanziario nel mercato primario e, *ipso tempore*, (2) garantiscano al mercato di individuare le caratteristiche tipologiche distintive dei prodotti di nuova immissione.

Sui due temi, si è sottolineato come la via da seguire sia garantire la disponibilità con-

06 Come noto, la tesi della efficienza del mercato dei capitali è stata introdotta nel dibattito dottrinario da E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25 *Journal of Finance* (1970), p. 383 ss. L'efficienza informativa è stata, con un ragionamento che ad avviso di chi scrive si muove più sul piano del mercato secondario, declinata secondo tre livelli di efficienza nel mercato dei capitali. La forma *debole* di efficienza assume che i prezzi degli strumenti finanziari riflettano tutte le informazioni disponibili al pubblico nel periodo precedente ma non siano in grado di assorbire le nuove informazioni non ancora disponibili. In aggiunta, sempre in ipotesi di efficienza debole, si presume che le informazioni storiche sui prezzi, volumi e rendimenti delle negoziazioni degli strumenti finanziari non siano in grado di fornire una previsione attendibile sui prezzi futuri. La forma *semi forte* della teoria dell'efficienza del mercato dei capitali incorpora i postulati della forma debole e aggiunge la considerazione che i prezzi si aggiustano velocemente alla comparsa di nuove informazioni sul mercato stesso; ne risulta così un aggiornamento continuo dei prezzi di mercato dei prodotti finanziari. La versione *forte* di efficienza informativa si spinge oltre considerando che il prezzo di mercato sia in grado di incorporare tutte le informazioni, non solo quello disponibili pubblicamente nel tempo ma anche quelle riservate ad un delimitato gruppo di soggetti. La versione forte di efficienza porta così a negare che eventuali *insiders* possano estrarre benefici privati dallo sfruttamento di informazioni riservate. Per una indagine sui meccanismi effettivi con cui l'informazione viene assorbita nel prezzo v. R. Gilson-R. Kraakman, *The mechanism of market efficiency*, in 70 *Virginia Law Review* (1984), p. 549 ss. e sempre gli stessi autori *The mechanisms of market efficiency twenty years later: the hindsight bias*, in 28 *Journal of Corporation Law* (2003), p. 717 ss. Su questi temi si veda anche D.C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in 140 *University of Pensilvenia Law Rev* (1992), p. 851; W.A. Klein-J.C. Coffee *jr.*, *Business Organization and Finance*, Westbury, New York, 1996, p. 392 ss.; M. Rubinstein, *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, in 57 *Financial Analysts Journal* (2001), p. 15 ss.

07 Così C. Angelici, *Note in tema di informazione societaria*, in F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.J. Jaeger, A. Patroni Griffi (a cura di) Milano, 1998, p. 251.

08 Così C. Angelici, *op.loc.ultt.citt*.

divisa delle informazioni sulle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari tra i partecipanti al mercato, realizzando quel c.d. *level playing field* che colma le asimmetrie informative esistenti tra gli investitori, vuoi per ragioni connesse alla funzione privilegiata ricoperta da alcuni nelle strutture di *corporate governance* (i c.d. *insiders*, da contrapporsi agli *outsiders*), vuoi a ragione delle competenze professionali in materia di investimenti (*sophisticated* e *unsophisticated investors*)[09].

Il ragionamento non è, tuttavia, andato esente da critiche, da parte di chi ha argomentato che gli investitori "non sofisticati" riceverebbero una forma reale di tutela, non attraverso la disponibilità delle informazioni, nel quadro della *EMH*, ma dalla presenza di investitori c.d. informati, dotati di una abilità tecnica nel processo di valutazione dei prodotti finanziari e, così, di fissazione del prezzo nel mercato primario, e di agevolazione, nel mercato secondario, di un processo efficiente di allineamento del valore di scambio al valore (che *supra* si è definito) fondamentale. In altre parole, si sposterebbe il piano del ragionamento: non garantire la capacità dei singoli di processare le informazioni per il tramite di un accesso indiscriminato alle informazioni da parte di tutti gli investitori, ma la presenza di *informed traders* nel mercato, le cui negoziazione, su base sistematica, asseconda i meccanismi virtuosi di formazione del prezzo[10].

Neppure questo ragionamento è, tuttavia, andato esente da critiche. Al riguardo, si è fatto notare che altro è l'efficienza informativa, intesa come capacità del mercato di incorporare nel prezzo le informazioni inerenti i prodotti finanziari; altro è l'efficienza valutativa (anche nota come efficienza fondamentale), intesa come idoneità dei prezzi dei prodotti finanziari a rappresentare un giudizio corretto sul valore dell'investimento

09 Sulla funzionalità dell'informazione obbligatoria alla formazione del prezzo di mercato a tutela dell'investitore, v. M.B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment*, in 85 *Va. L. R.* (1999), p. 1335 ss. secondo cui una maggiore informazione al mercato aumenta la possibilità che i prezzi rappresentino il valore degli strumenti finanziari; Id., *The securities globalization disclosure debate*, in 78 *Washington University Law Quarterly* (2000), p. 567 ss., in part. p. 573; Id., *Civil liability and mandatory disclosure*, in 109 *Columbia Law Review* (2009), p. 237 ss., in part. p. 252; Su questo tema v. anche M. Kahan, *Securities laws and the social costs of "inaccurate" stock prices*, in 109 *Duke Law Journal* (1992), p. 977 ss., in part. p. 985.

10 Su questi temi, oggetto d'indagine nell'analisi economica del diritto, cfr., F. H. Easterbrook-D. R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in 70 *Virginia Law Review* (1984), p. 669 ss., in part. la critica a p. 694 secondo cui il ragionamento sulla necessità di rendere disponibili sul mercato le informazioni a tutela dell'investitore è « *as unsophisticated as the investors it is supposed to protect. It disregards the role of markets in impounding information in prices. So long as informed traders engage in a sufficient amount of searching for information and bargains, market prices will reflect all publicly available information* ». Si veda in argomento anche G. Hertig-R. Kraakman-E. Rock, *Issuers and investor protection*, in R. Kraakman-J. Armour- P. Davies-L. Enriques- H. B. Hansmann-G. Hertig-K. J. Hopt-H. Kanda- E Rock (eds.), *The Anatomy of Corporate Law - A comparative and Functional Approach*, Oxford, 2004, p. 193 ss., in part. p. 206 e L. Gullifer-J. Payne, *Corporate Finance Law, Principles and Policy*, 2nd ed., Portland, 2015, p. 486 ss.

in termini anche di aspettative di remunerazione dell'investitore[11]. Il tema è interessante e sembra evocare quella distinzione tra valore di scambio e valore fondamentale da cui siamo partiti, ma soprattutto sposta il piano dell'indagine sui meccanismi di formazione del prezzo del titolo.

Dal dibattito (che si è brevemente riportato) se ne ricava il monito di evitare di cadere nel tipico caso di c.d. *Nirvana fallacy*, commettendo l'errore di ritenere che esistano soluzioni astrattamente ideali di misurazione del valore del prodotto finanziario che poi scontano l'impossibilità di ricorrere a concreti mezzi di misurazione[12].

3. Crisi del paradigma della razionalità dell'investitore: metacognizione ed eteroregolazione nelle scelte di investimento.

Le teorie classiche e neoclassiche del decisore razionale si basano sul principio per cui ogni scelta è funzionale a processare le informazioni disponibili nella prospettiva di una scelta ottimale per l'individuo, per via mediata dai meccanismi di mercato, per la collettività. Avvalendosi, in particolare, dei risultati degli studi cognitivi, le azioni umane potrebbero spiegarsi sulla base di pochi elementi: (*a*) gli scopi; (*b*) un insieme di opzioni di azione; (*c*) un criterio, quello della *massimizzazione dell'utilità attesa*[13], in base al quale ipotizzare le conseguenze di tali opzioni. È di tutta evidenza che solo un decisore ideale, onnisciente e onnipotente, avrebbe a disposizione e sarebbe in grado di utilizzare tutte le informazioni relative alle varie scelte possibili. Senza considerare che un criterio simile comporterebbe un dispendio di tempo notevole, che andrebbe a contraddire

11 Sulla duplicità della prospettiva di valutazione dell'efficienza cfr. I. Ayres, *Back to basics: regulating how corporations speak to the market*, in 77 *Va. L. Re.* (1991), p. 945 ss.; J. N. Gordon-L. A. Kornhauser, *Efficient markets, costly information, and securities research*, in 60 *N.Y.U.L. Rev.*, (1985), p. 761 ss. e, da ultimo, S.J. Choi-A.C. Pritchard, *Securities regulation: cases and analysis*, 3rd ed., New York, 2020, p. 52.

12 Il monito è di R.J. Gilson-R. Kraakman, *The mechanisms of market efficiency twenty years later: the hindsight bias*, cit., p. 715 ss., in part. p. 716. Si veda anche D.C. Langevoort, *Taming the animal spirit of the stocks markets: a behavioral approach to securities regulation*, in 97 *Nw. U. L. Rev.* (2002), p. 135 ss., in part. p. 140.

13 Su questi temi si rinvia, per gli aspetti più propriamente cognitivi, a J. Von Newman-O. Morgenstern, *Theory of games and economic behavior*, Princeton University Press, 1994; V. Girotto, *Il ragionamento*, Il Mulino, 1994 e M. Marraffa, *Psicopatologia, scienza cognitiva e filosofia della mente*, in *Sistemi intelligenti*, 1998, p. 320 ss.

i principi evoluzionistici della conservazione della specie[14].

I primi studi di *behavioral economics* mettono in crisi il paradigma neoclassico che fonda l'efficienza del mercato sull'azione dell'investitore razionale che compie scelte

14 F. Mancini-A. Gangemi, *Il paradosso nevrotico ovvero della resistenza al cambiamento*, in C. Castelfranchi-F. Mancini-M. Miceli (a cura di), *Fondamenti di cognitivismo clinico*, Torino, 2002; F. Mancini-A. Gangemi, *Ragionamento e razionalità, ibidem* sottolineano come vari studi sperimentali fanno osservare come anche individui normali producono sistematicamente degli errori nel ragionamento decisionale. Ad esempio, è stato ampiamente studiato l'effetto focalizzante secondo cui se poniamo ad un soggetto una domanda, la maggior parte degli individui normali tenderanno a focalizzare l'attenzione sull'approfondimento proposto piuttosto che sulle alternative possibili come dovrebbe fare un decisore ideale. Così V. Girotto-P. Legrenzi-M. Sonino, *Ragionamento, decisione e teoria dei modelli* mentali, in *Sistemi Intelligenti*, 1995, VII, 3, p. 477 ss.; P. Legrenzi-V. Girotto-P. N. Johnson-Laird, *Focusing in reasoning and decision*-makig, in 49 *Cognition*, 1993, p. 37 ss. È questo un processo simile a quello che è stato definito ragionamento *psuedo-diagnostico*, secondo cui quando ci troviamo di fronte alla necessità di verificare un'ipotesi, tendiamo a cercare di completare le informazioni relative all'ipotesi esistente, piuttosto che raccogliere elementi per confutarla cercando ipotesi alternative. Y. Trope-A. Liberman, *Social hypothesis testing: cognitive and motivational mechanism*, in E. T. Higgins-A. W. Kruglanski, *Social psychology: handbook of basic principles*, Guilford, 1996, p. 239 ss. che dimostrano come la maggior parte degli individui con patologie psicologiche producono sistematicamente ragionamenti pseudo-diagnostici. Secondo J. Baron, *Thinking and Deciding*, Cambridge, 2000, *passim,* è conveniente e funzionalmente adattivo prendere decisioni in modo rapido e far sì che il decisore *reale* non ottimizzi o massimizzi l'utilità attesa, ma si accontenti di prestazioni soddisfacenti. In questa luce, il comportamento decisionale più razionale non è quello ideale che si rivela lungo, faticoso, costoso e dunque decisamente non conveniente dal punto di vista adattivo, ma quello che si limita ad accettare la linea di condotta giudicata più *soddisfacente.* A questo punto è conseguente che il decisore *reale* deve disporre di un criterio di "soddisfacimento" in base al quale, in un dato momento, può interrompere l'analisi costi-benefici delle opzioni e decidere. Un ingrediente fondamentale del processo decisionale sono le emozioni, processi mentali prevalentemente inconsci che svolgono il ruolo di selezionare e portare nel flusso di coscienza uno scenario limitato di scelte alternative, svolgono una funzione valutativa più generale, e favoriscono la tendenza all'azione. In argomento, *ex multis*, K. Oatley-P. N. Johnson-Laird, *Towards a cognitive theory of emotions*, in 1, *Cognition and emotion*, (1987), p. 29 ss.; A. R. Damasio, *Emotion in the perspective of an integrated nervous system*, in 26 *Brain Research Reviews* (1994), p. 83 ss. La teoria del "*portfolio*" coniata da R. L. Leahy, *Depressive decision making: validation of the portfolio theory model*, in 15 *Journal of Cognitive Psycotherapy* (2001), p. 341 ss. per descrivere le modalità tipiche impiegate dai depressi nel prendere decisioni viene utilizzata da H. Markowitz, *Portfolio selection*, in 7 *The Journal of Finance*, (1952), p. 77. L'A., in particolare, teorizza che gli individui, nel prendere decisioni, si differenziano tra loro nella valutazione delle loro risorse attuali e future riguardo a: (*a*) relazioni interpersonali, (*b*) capacità di stima della predicibilità e del controllo, (*c*) percezioni e interpretazione dei guadagni e delle perdite, (*d*) tolleranza del rischio, (*e*) bisogno di richiedere informazioni prima delle decisioni. In argomento si veda anche P. Jonson-Laird, P. Legrenzi, M. Sonino Legrenzi, *Reasoning and a Sense of Reality*, in 63 *British Journal of Psychology*, (1972), p. 395 e, più di recente, P. Legrenzi, *La consulenza finanziaria. Soldi, pensieri ed emozioni*, Il Mulino, 2018.

consapevoli perché informato[15]. Contestualmente la crisi finanziaria insorta nel 2008 mostra con chiarezza i segni di una razionalità limitata degli investitori in grado di compromettere la capacità di apprezzare soprattutto i prodotti complessi, mostrando di contro atteggiamenti di emulazione di condotte altrui (c.d. *herd behavior*[16]), eccessiva fiducia, nonostante la non adeguata educazione finanziaria, nelle operazioni di mercato (c.d. *overconfidence*) e avversione alle perdite (c.d. *loss aversion*)[17].

15 Il primo studio sulla razionalità limitata degli individui risale a H. A. Simon, *A behavioral model of rationale* choice, in 69 *Quarterly Journal of Economics* (1955), p. 99 ss. I primi contributi sulla finanza comportamentale sul fallimento del paradigma neoclassico dell'investitore razionale perché informato si devono a W. De Bondt-R. H. Thaler, *Does the stock market overreact?*, in 40 *Journal of Finance* (1984), p. 793 ss.; W. De Bondt-R. H. Thaler, *Do securitiy analysts overreact?*, in 80 *American Economic Review* (1990), p. 52; posizioni riprese in N. H. Thaleb, *Il cigno nero*, Milano, 2008; R. H. Thaler-C. R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions on Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, 2008, e R. H. Thaler, *Misbehaving: The Story of Behavioral Economics*, New York, 2015. Per la prospettiva dell'analisi economica del diritto v. C. Jolls-C. Sustein-R. H. Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in 50 *Standford Law Review* (1998), p. 1471; C. Sustein, *Behavioral law and economics: a progress report*, in 1 *American Law and Economics Review* (1999), p. 155.; e A. Shleifer, *Inefficient Markets - An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, 2000, p. 10 ss.

16 Così D. S. Scharfstein-J. C. Stein, *Herd Behavior and Investment*, in 80 *The American Economic Review* (1990), p. 465; K A. Froot-D. S. Scharfstein-D.C. Stein, *Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation*, in 4 *The Journal of Finance* (1992), p. 1461; J. R. Graham, *Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence*, in 1 *The Journal of Finance* (1999), p. 237 secondo cui "*a newsletter analyst is likely to herd on Value Line's recommendation if her reputation is high, if her ability is low, or if signal correlation is high*"; e di H. W. Micklitz, *Herd behavior and third party impact as a legal concept*, in *Contract Governance. Dimensions in Law and Interdisciplinary Research*, Oxford, 2015, p. 152 secondo cui « *herd behavior amounts to no more than an indicator to raise awareness* ». Sulla necessità di assumere decisioni non emulative di altri si leggano le osservazioni di J. M. Keynes, *The General Theory of Employment*, London, 1936, p. 58: "*finally it is the long-term investor, he who most promotes the public interest, who will in practice come in for most criticism, wherever investment funds are managed by committees or boards or banks. For it is in the essence of his behaviour that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally*".

17 V. nella analisi economica del diritto più attenta ai risultati delle scienze cognitive E. Avgouleas, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, cit., p. 440. In riferimento ai limiti della trasparenza nei casi di mutui *subprime* O. Bar-Gill, *The law, economics and psychology of subprime mortgage contracts*, in 94 *Cornell Law Review* (2009), p. 1073

La spiegazione delle dissonanze cognitive[18] dell'investitore, anche professionale[19], viene dalle scienze cognitive. Analizzando, di fatti, le caratteristiche del ragionamento decisionale[20], emerge come l'individuo sistematicamente utilizzi le c.d. «euristiche di ragionamento»[21] da intendersi come "scorciatoie" della mente funzionali alla risoluzione di problemi. Così, pur non seguendo i principi propri della logica formale, si compiono scelte soggettive qualificabili come "economiche ed efficaci" in relazione ai propri scopi[22]. La mente, in altre parole, può essere vista come un «apparato (sottosistema) di regolazioni finalistica del comportamento di un sistema, sulla base di rappresentazioni»[23].

Le categorie basilari dell'attività mentale sono, infatti, considerate (i) le "conoscenze" definite anche con l'espressione "stato percepito", cioè una rappresentazione che l'a-

18 L'espressione «dissonanze cognitive» si deve a L. FESTINGER, *A theory of cognitive dissonance*, Standford, 1957.

19 In argomento si vedano le considerazioni di G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in 34 *Journal of Consumer Policy* (2011), p. 321 secondo cui *"the financial crisis forces us to reconsider the traditional paradigms of rational of market participants. Obviously, even professionals of financial intermediaries suffered from irrationalities and psychological effects thus aggravating other factors of the crisis".* Cfr., altresì, CFA Institute, *Designing a European Summary Prospectus Using Behavioral Insights*, March 2017, disponibile su *https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/designing- a-european-summary-prospectus.ashx?la=en&hash=05868EC687A61ED02F78FC 9644B04F0C28B989FA*. Da segnalare anche l'incidenza della *overconfidence* sui giudizi delle agenzie di *rating*, la cui attività, pur essendo orientata a ridurre le asimmetrie informative ha, tuttavia, generato, soprattutto tra gli intermediari e gli investitori professionali, un affidamento eccessivo e non mediato da analisi personali. In argomento cfr. le riflessioni contenute in IOSCO, *Code of Conduct for Credit Rating Agencies* (2004) (*http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf*) e in FSB, *Principles on Reducing Reliance on Credit Ratings* (2010): *http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf*

20 Operare delle scelte è, come mostra la scienza cognitiva, un'operazione cognitiva incessante, segnata da diversi gradi di consapevolezza e variamente connotata, anche emotivamente, al mutare della nostra vita quotidiana. Sui meccanismi cognitivi cfr., nella letteratura italiana, A. CARCIONE-M.C. DE MARCO- G. DIMAGGIO- M. PROCACCI- A. SEMERARI- G. NICCOLÒ, *La regolazione delle scelte nei disturbi di personalità*, in *Cognitivismo Clinico*, 2004, p. 32 ss. Osservano gli Autori, a p. 34, che «le azioni di un agente cognitivo sono guidate e regolate da scopi» ma «anche se scopi e azioni sono interconnessi, non tutti gli scopi richiedono l'elaborazione cosciente di un piano ».

21 Sul tema *amplius* D. KAHNEMAN-A. TVERSKY, *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, in 185 *Science* (1974), p. 1124 dove gli autori segnalano l'importanza delle euristiche di ragionamento come scorciatoie per operare delle scelte di fronte a problemi complessi e in condizioni di incertezza ed identificano vari casi di *bias* cognitivi collegati a tali euristiche e gli errori seri e sistematici cui possono condurre.; D. KAHNEMAN-A. TVERSKY, *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, cit., p.263; T. GILOVICH-D. GRIFFIN-D. KAHNEMAN, *Heuristic and Biases - The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge, 2002.

22 In tal senso D. KAHNEMAN-A. TVERSKY, *On the psychology of prediction*, in 80 *Psychological Review* (1973), p. 237 ss.

23 Così M. MICELI-C. CASTELFRANCHI, *Le difese della mente*, Roma, 1995, p. 77; ID., *La cognizione del valore. Una teoria cognitiva dei meccanismi e processi valutativi*, Milano, 1992.

gente tende ad adeguare al mondo per ottenere il successo della sua azione[24]; e (ii) gli "scopi" definiti come "stato regolatore", nel senso di una rappresentazione mentale a cui l'agente cognitivo cerca di adeguare il mondo tramite l'azione[25]. Sicché la "conoscenza" è altro rispetto all'informazione, poiché sconta la prospettiva soggettiva con cui l'individuo processa l'informazione; quanto agli "scopi", poi, vanno letti in stretta relazione con le "credenze", ossia con quel convincimento, soggettivo anch'esso e così fallibile, della funzionalità di un'azione a realizzare lo scopo stesso. Un sistema mentale così organizzato può compiere le scelte in modo *implicito*, cioè perseguendo lo scopo attraverso euristiche del ragionamento (procedura più rapida), e/o in modo *esplicito*, cioè ponderando le valutazioni attraverso più complesse argomentazioni (procedura più lenta)[26].

L'abbandono della retorica del decisore "razionale" perché "informato" non comporta tuttavia, una svalutazione della filosofia della trasparenza sul prodotto, bensì ne suggerisce una formulazione, che seppur sconti una consapevolezza sui limiti cognitivi del risparmiatore, non rinunci a sollecitare la necessaria attività di comprensione dei fatti, che non può essere mai negata nei processi di conoscenza dell'uomo[27]. In questa nuova prospettiva, occorre prendere le mosse, nell'esaminare la disciplina della trasparenza obbligatoria, dalla considerazione che il ragionamento decisionale dell'investitore si basa (non sulla razionalità bensì) sulla "metacognizione"[28], intesa come conoscenza dinamica acquisita (non per il tramite della rielaborazione razionale perché oggettiva

24 Così C. CASTELFRANCHI-M. MICELI, *Architettura della mente: scopi, conoscenze e loro dinamica*, in C. Castelfranchi-F. Mancini-M. Miceli, *Fondamenti di cognitivismo clinico*, Torino, 2002, p. 53 ss.

25 Le più comuni credenze di supporto agli scopi sono: *credenze relative al mezzo-fine; credenze di preferibilità; credenze relative ai costi; credenze di raggiungibilità; credenze di raggiungimento; credenze di competenza; credenze condizionali*. Così A. CARCIONE-M.C. DE MARCO-G. DIMAGGIO-M. PROCACCI-A. SEMERARI-G. NICCOLÒ, *La regolazione delle scelte nei disturbi di personalità*, cit., p. 32 ss.

26 Per una ampia prospettazione dei meccanismi sottesi alle scelte si veda D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e pensieri veloci*, (trad. it. e ristampa), Milano, 2019, *passim*. Il primato del visibile fa parte di una strategia ancora più generale, per la quale l'A., a p. 96, ha inventato l'acronimo WYSIATI (*what you see is all there is*). L'A. osserva come «saltare alle conclusioni, sulla base di prove limitate, è talmente importante per comprendere il pensiero intuitivo, e si presenta così spesso in questo libro, che userò una brutta e complicata abbreviazione WYSIATI». Le intuizioni iniziali devono essere rielaborate e superate grazie a pensieri lenti.

27 Come autorevolmente sottolineato, la conoscenza dell'uomo può essere conseguita «unicamente per l'attività dell'individuo, per sua disposizione recettizia e mai prodotta unicamente dall'esterno». Così S. PUGLIATTI, voce «Conoscenza», in *Enc. dir.*, vol. IX, Milano, 1961, p. 114.

28 L'uso del termine metacognizione si trova in J.H. FLAVELL, *Metacognition aspects of problem solving*, in L. Resnick (edt by), *The Nature of Intelligence*, Erlbaum, 1976; ID., *Metacognition and cognitive monitoring: a new area of cognitive developmental inquiry*, in 34 *American Psychologist* (1979), p. 906. Nella letteratura italiana cfr., per tutti, A. CARCIONE-G. NICOLÒ-A. SEMERARI, *Curare i casi complessi. La terapia metacognitiva interpersonale dei disturbi di personalità*, Bari, 2016, p. 22; A. CARCIONE-G. NICOLÒ-R. PEDONE-R. POPOLO- L. CONTI- D. FIORE- M. PROCACCCI- A. SEMERARI-G. DIMAGGIO, *Metacognitive mastery dysfunctions in personality disorder psycotherapy*, in 190 *Psychiatry Research* (2011), p. 60 ss.

delle informazioni ma) per il tramite di "metarappresentazioni" ossia attraverso la rielaborazione, necessariamente soggettiva e perciò non razionale, delle informazioni che la mente umana è in grado di produrre. Al fine di rafforzare l'attività metacognitiva dell'investitore, agevolando le inevitabili euristiche del ragionamento decisionale, il legislatore impone modelli di prospetto, diversamente strutturati, maggiormente idonei a rappresentare le informazioni rilevanti e, in aggiunta, introduce ulteriori presidi alla trasparenza sul prodotto, quali il *Key Investor Information Document* (KIID) nella Direttiva 2009/65/UE (c.d. UCITS IV) per i prodotti del risparmio gestito e, il *Key Investor Document* (c.d. KID) nella Regolamentazione 2014/1246/UE (c.d. PRIIPS), per la commercializzazione dei prodotti complessi[29].

Ciò posto, l'attività metacognitiva, pur necessaria, non è sufficiente a garantire all'investitore – utilizzando l'espressione dell'art. 6 del Regolamento Prospetto – « una valutazione con cognizione di causa ». Lo statuto normativo del mercato primario deve, necessariamente, essere conformato alla realizzazione di un (inevitabile) sistema di « accudimento del risparmiatore »[30], introducendo, in definitiva, precipui meccanismi di "eteroregolazione" delle scelte di investimento del risparmiatore che tengano conto dei rischi sottesi all'acquisto di prodotti immessi nel mercato primario.

Gli esiti in ordine ai limiti cognitivi dell'investitore nel processare le informazioni rilevanti, si è detto, non minano il primato e la necessità, nel sistema del mercato regolato, dell'informazione obbligatoria, bensì suggeriscono di giustapporre agli obblighi di trasparenza precipui meccanismi di eteroregolazione delle scelte dell'investitore, in cui le euristiche di ragionamento funzionali alle scelte dell'investitore siano, dal diritto privato regolatorio, fortemente orientate verso decisioni, coerenti con i bisogni e così con le aspettative dell'investimento, che il risparmiatore, soprattutto *retail*, non è in grado

29 Così N. Moloney, *How to protect investors. Lessons from EC and UK*, cit., p. 288 ss. che sottolinea la centralità anche dell'educazione finanziaria (c.d. *financial literacy*). Nello stesso senso A. Perrone, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 1 ss. e V. Colaert, *Building blocks of investor protection: All-embracing regulation tightens its grip*, cit.,p. 229 ss. Per una posizione tesa ad utilizzare i risultati della economia comportamentale per trarre argomenti a favore della trasparenza obbligatoria rispetto a quella volontaria R. Prentice, *Whither securitis regulation? Some behavioral observation regarding proposal for its future*, in 51 *Duke Law Journal* (2002), p. 1397; S. Bainbridge, *Mandatory disclosure: a behavioral analysis*, in 68 *University of Cincinnati Law Review* (2000), p. 1023; D. Langevoort, *Taming the animal spirits of the stock markets: a behavioral approach to securities regulation*, cit., p. 135; S. Choi-A. Pritchard, *Behavioral economics and the SEC*, in 56 *Standford Law Review* (2003), p. 1. Non sono mancate però critiche all'economia comportamentale. Cfr. S. Levitt-J. List, *Homo economicus evolves*, in 319 *Science* (2008), p. 909 secondo cui la ricerca dovrebbe integrare i risultati dell'economia comportamentale e delle indagini empiriche per proporre una teoria unificata piuttosto che una collezione di spunti interessanti; e D. Fudenberg, *Advancing beyond advances in behavioral economics*, in 44 *Journal of Economic Literature* (2006), p. 694.

30 L'espressione è di G. Guizzi, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corriere giur.*, 2016, p. 745 ss. Nello stesso senso N. Moloney, *op. loc. ultt. citt.*; V. Colaert, *op. loc. ultt. citt.*; e A. Perrone, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., p. 36 ss.

di assumere da solo.

Due i (nuovi) tasselli della regolamentazione: da un lato, il rafforzamento dei doveri di protezione dell'intermediario nella relazione negoziale con il cliente; dall'altro l'introduzione di regole di governo del prodotto finanziario, riferibili vuoi all'intermediario produttore e distributore (c.d. *product governance*) vuoi all'autorità di vigilanza del mercato, interno ed europeo (c.d. *product intervention*).

Quanto al primo aspetto, la Direttiva n. 65/2014/CE, c.d. MiFID II, riscrivendo le regole di condotta, graduate secondo la tipologia di servizio di investimento prestato, segna il passaggio verso un sistema di tutela dell'investitore centrato, più che sulla capacità dell'individuo di compiere scelte razionali, sugli obblighi di comportamento degli intermediari. Tra questi spicca, per una possibile (e secondo alcuni pervasiva) deriva paternalistica[31], la regola dell'adeguatezza che, anche scavalcando le indicazioni del singolo risparmiatore, fa gravare sull'intermediario la valutazione sulla rispondenza della decisione di investimento ai bisogni del cliente[32]. La regola della adeguatezza, poi, pensata nel sistema MiFID come canone dei soli servizi di consulenza e di gestione dei portafogli, viene, dalle autorità di vigilanza, estesa, in via interpretativa, a tutti i servizi di investimento, con la conseguenza, in punto di applicazione della disciplina, di assoggettare alla verifica della adeguatezza ogni operazione che l'investitore compia per il tramite

31 Sul paternalismo giuridico cfr. A. OGUS, *The Paradoxes of Legal Paternalism and How to Resolve them*, in 30 *Leg. Stud.* (2010), p. 62 ss. Sul legame tra paternalismo ed efficienza cfr. E. ZAMIR, *The Efficiency of Paternalism*, in 84 *Va. L. Rev.* (1998), p. 229 ss.

32 Così N. MOLONEY, *How to protect investors. Lessons from the EC and UK.*, cit., p. 53. In argomento v. A. TUCCI, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. e impr.*, 2017, p. 921 ss.; ID., *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 347 ss.; ID., *Il rapporto intermediario/cliente, tra "servizio" e "contratto"*, in G. Alpa-S. Amorosino-A. Antonucci-G. Conte-M. Pellegrini-V. Sepe-V. Troiano (a cura di), *Scritti in onore di F. Capriglione*, Padova, 2010, II, p. 809 ss.; sia consentito altresì il rinvio a P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2a ed., tomo 1°, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 239-278; A. ANTONUCCI, *Declinazioni della* suitability rule *e prospettive di mercato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 728 ss.; EAD., *Regole di condotta e conflitti di interesse,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 9 ss. e C. BRESCIA-MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, p. 517 ss. Sul tema, proponendo una maggiore integrazione delle tutele tra settori bancari, assicurativi e finanziari, V. COLAERT, *Product Information for Banking, Investment and Insurance Products*, in V. Colaert-D. Busch-T. Incalza (edt by), European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field, Oxford, 2019, p. 303 ss.. Per una diversa impostazione v. R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, cit., p. 184 che, in riferimento al mercato finanziario sottolinea come: «Tutto ciò comporta che le tutele contrattuali tipiche sui mercati finali come le regole d'informazione e i recessi di pentimento risultino, in questo sistema normativo, necessari ma non sufficienti. A esse si aggiungono tutele più avanzate, di tipo non procedurale ma sostanziale, come i regolamenti *adeguati*. Tali tutele più avanzate, riposando sull'asimmetria *cognitiva* immanente alla negoziazione di beni complessi, esibiscono però una *ratio* specifica che le rende inestensibili ad altre relazioni contrattuali nelle quali sussiste soltanto la mera ricorrenza fattuale di un'asimmetria informativa o di una debolezza economica».

dell'intermediario[33].

Dal nuovo apparato di norme, emerge così «uno sforzo cooperativo che l'ordinamento pretende dall'intermediario per supplire alle distorsioni cognitive normalmente indotte nella clientela dalla complessità dei servizi prestati» e si spinge fino al «punto di accompagnare il cliente verso la conclusione di un regolamento di interessi il più possibile commisurato alla sua fisionomia e ai suoi bisogni»[34]. Il tema della relazione fiduciaria tra intermediario ed investitore rileva anche sul piano dell'informazione da prospetto, nella misura in cui la vicenda finanziaria dell'offerta al pubblico e dell'ammissione a quotazione, possa far emergere una accessorietà funzionale della consulenza alle operazioni di acquisto da parte del cliente[35].

Il secondo strumento regolatorio, introdotto, sempre con la *MiFID* II, ai fini di tutela dell'investitore e che si affianca così ai presidi di trasparenza e ai doveri di protezione in capo agli intermediari, riguarda il governo del prodotto. Ci si riferisce, in particolare, alle regole di *product governance* che impongono agli intermediari, nella strutturazione dei prodotti finanziari e nella distribuzione degli stessi, modalità organizzative funzionali a garantire l'immissione sul mercato di prodotti « concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali » e « fare in modo che gli strumenti siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente »

33 Si veda, al riguardo, la posizione assunta, al livello europeo, dal CESR, *Cesr's Technical Advice on Possible Implementing Measures of The Directive 2004/39/EC on MiFID*, 2005; ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, July 2012; e nel contesto interno CONSOB, *Documento di consultazione per l'attuazione della direttiva MiFID - Schede di approfondimento. I servizi e le attività di investimento. Alcune nozioni*, 2007.

34 Così R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012. L'A. sottolinea, a p. 133, «la differenza tra la logica di protezione del consumatore che agisce nei mercati finali la logica di protezione del cliente che opera sui mercati finanziari: nei primi la standardizzazione delle informazioni serve a garantire, per mezzo della trasparenza, la possibilità di istituire confronti su basi omogenee tra i prodotti e i servizi offerte dalle imprese e così a innervare il dinamismo concorrenziale: nei secondi a questa finalità si aggiunge l'esigenza apicale di preservare l'integrità del mercato finanziario e la fiducia dei risparmiatori: per raggiungere le quali occorre, innanzitutto, reagire alla strutturale asimmetria cognitiva che affligge gli acquirenti di beni sofisticati e complessi». Sul tema della nuova conformazione della relazione fiduciaria tra intermediario cliente, oltre agli autori citati nella nota n. 70, cfr. P. MÜLBERT-A. SAJNOVITS, *The Element of Trust in Financial Markets Law*, in 18 *German L. J* (2017), p. 6 ss.; O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection and Private Law*, in 21 *Eur. L. J* (2015), p. 500 ss.; L. PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al* dettaglio, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 222 ss.; R. COLOMBO, *Trust and Reform of Securities Regulation*, in 35 *DJCL* (2010), p. 835 ss.; L. KLÖHN, *Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: a Behavioural Law & Economics Perspective*, in 10 *EBOR* (2009), p. 439 ss.

35 In argomento v. altresì M. LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in M. GRILLO (a cura di), *Mercati finanziari e protezione dei consumatori*, 2010, p.1 ss, in part. p. 44, secondo cui per i risparmiatori «il problema principale non è quello di poter scegliere liberamente e consapevolmente un prodotto finanziario anziché un altro, bensì quello di potersi fidare quasi per intero di un intermediario di fiducia ».

(così art. 24, § 2, *MiFID* II)[36].

A ciò si aggiunga, con una prospettiva ancor più marcatamente paternalista, il potere di *product intervention*, riconosciuto alle autorità di vigilanza, nazionali ed europee, di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari (artt. 40-43 Regolamento n. 600/2014/UE, c.d. *MiFIR*). In altre parole, fissando *ex ante* il divieto di compiere scelte di investimento che ricadano su alcuni prodotti finanziari, è rimesso all'autorità di vigilanza « il compito di selezionare quali e chi debbano essere i soggetti più deboli e più meritevoli di essere protetti, e a tutela dei quali verrebbero allora posti quelli che (...) altro non sarebbero, a ben vedere, che *limiti legali alla capacità al compimento di specifici atti negoziali* caratterizzati in ragione della specificità dell'oggetto »[37].

In conclusione, in una prospettiva di paternalismo libertario[38], il legislatore, pur incentivando, con le regole sulla trasparenza obbligatoria, l'attività discrezionale dell'investitore, introduce la previsione di poteri, in capo a soggettisti pubblici (le autorità di vigilanza) e privati (gli intermediari), che *ex ante* siano in grado consentire quella «valutazione con cognizione di causa» predicata dall'art. 6 del Regolamento Prospetto (ed invero anche dall'art. 24. §. 5, *MiFID* II).

4. Pluralità dei modelli organizzativi della consulenza automatizzata. Princìpi e problemi.

Tutto ciò premesso, si è anticipato in apertura del presente contributo che la diffusione dei sistemi di intelligenza artificiale (IA) ha inciso profondamente sulle dinamiche del mercato finanziario; e ciò anche trasformando le modalità di erogazione di alcuni servizi tipici come la consulenza finanziaria, che viene oggi prestata anche in forma interamente o parzialmente automatizzata (c.d. "*robo-advice*")[39].

Più specificatamente, con l'espressione *robo-advice* si è soliti richiamare un'ampia ca-

36 Su questi temi cfr. D. BUSCH, *Product Governance and Product Intervention under Mifid II/MiFIR*, in D. Busch-G. Ferrarini (edt by), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, p. 123 ss.; V. TROIANO, *La product governance*, in V. Troiano-R. Motroni (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati*, Padova, 2016, p. 215 ss.

37 Così G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, cit., p. 752 e V. COLAERT, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention*, in *ECFR* (2020), p. 99 ss. Si veda, da ultimo, per un'applicazione degli strumenti a protezione degli investitori durante l'emergenza sanitaria del Covid-19 F. ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta* (2020), in www.dirittobancario.it.

38 In argomento il riferimento è a R. H. THALER-C. R. SUSTEIN, *Libertarian Paternalism in not an Oxymor*, in 70 *U. Chi. L. Re.* (2003), p. 1159 ss. e ID., *Libertarian Paternalism*, in 93 The *American Economic Review* (2003), p. 175 ss., in part. p. 179 ove la considerazione che *libertarian paternalism* è « *an approach that preserves freedom of choice but that authorizes both private and public institutions to steer people in directions that will promote their welfare* ».

39 Cfr. F.CONSULICH, M. MAUGERI, C.MILIA, T.N.POLI, G.TROVATORE, *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 29, maggio 2023, disponibile all'indirizzo *www.consob.it*, pp. 15 ss.

tegoria di fattispecie accomunate dalla circostanza che il servizio di consulenza di investimento viene prestato attraverso piattaforme *online* preimpostate e operanti sulla base di algoritmi che elaborano raccomandazioni per la creazione, pianificazione, monitoraggio e gestione di portafogli di investimento rispondenti alle caratteristiche degli utenti-investitori[40].

Tale processo può avvenire in forma totalmente automatizzata in tutte le sue fasi (c.d. *robo-advice* puro), ovvero con la parziale integrazione di forme di interazione umana in uno o più stadi della prestazione del servizio (c.d. *robo-advice* ibrido) oppure, ancora, mediante l'impiego dei sistemi di IA di supporto all'agente umano che si interfaccia con l'utente finale (c.d. *robo-for-advisor*)[41].

In ciascuno dei modelli organizzativi sopra richiamati, l'automazione dell'attività di consulenza – sia essa pura, ibrida o a servizio dell'agente umano – consente al cliente di ottenere raccomandazioni di investimento a basso costo rispetto all'intermediazione tradizionale, elaborate sulla base delle informazioni fornite tramite appositi questionari *online* che permettono all'algoritmo di classificare il profilo dell'investitore in diverse aree di interesse (ad es., conoscenza ed esperienza finanziaria, situazione patrimoniale, obiettivi di investimento, propensione al rischio, preferenze in materia di sostenibilità, ecc.). Una volta alimentato con le suddette informazioni, l'algoritmo è quindi in grado di elaborare un piano di investimento coerente con le caratteristiche dell'utente, il quale ha poi la possibilità di dare seguito a tali raccomandazioni di investimento direttamente tramite la piattaforma che le ha fornite – ove essa lo consenta – oppure mediante un diverso intermediario[42].

Sotto il profilo normativo e regolamentare, fermo il noto principio della neutralità tecnologica – che comporta l'applicazione della normativa esistente al medesimo servizio fornito a prescindere dal mezzo utilizzato – le regole applicabili all'esercizio dell'attività di *robo-advisory* variano a seconda che le raccomandazioni fornite dal sistema di IA siano o meno "personalizzate" rispetto al profilo dell'investitore che se ne avvale.

Infatti, ai sensi dell'art. 1 del d.lgs. 58/1998 (Tuf), per "*consulenza in materia di investimenti*" si intende "*la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari*". Pertanto, laddove la piattaforma di *robo-advice* – sul-

40 Cfr. M.T.Paracampo, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T.Paracampo, Torino, 2017, pp. 127 ss.

41 Cfr. C.Schena, A.Tanda, C.Arlotta, G.Potenza, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni FinTech Consob*, n. 1, marzo 2018, disponibile all'indirizzo *www.consob.it*, pp. 36 ss.

42 Cfr. F.De Santis, *La disintermediazione (umana) nel servizio di consulenza MIFID (*Robo Advice*)*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, a cura di E.Corapi, Milano, 2023, pp. 127 ss.

la base delle caratteristiche tecniche che ne regolano il funzionamento – fornisca una consulenza effettivamente "personalizzata" in favore dell'utente finale, è ragionevole ritenere che a tale attività si applicherà la disciplina regolamentare a ciò correlata (ad es., le regole di condotta cui soggiacciono gli intermediari abilitati all'esercizio dell'attività di consulenza loro riservata).

Diversamente, nel caso in cui l'algoritmo elabori informazioni *standard – i.e.*, non "personalizzate" rispetto al profilo del potenziale investitore (ancorché generalmente attinenti a tale tipologia di utente medio, ad es., pensionato, neolaureato, lavoratore dipendente con un certo reddito, ecc.) – sembra possibile ritenere che non si configuri l'attività di consulenza prevista dal Tuf, trovando comunque applicazione altri presìdi a tutela dell'utilizzatore finale (ad es., quelli in materia di attività pubblicitaria *ex* art. 101 Tuf).

Inoltre, come anticipato, la piattaforma di *robo-advice* potrebbe supportare il cliente – oltre che nella fase iniziale dell'investimento – anche nella successiva attività di monitoraggio e gestione dello stesso. Ad esempio, la piattaforma potrebbe fornire all'utente ulteriori raccomandazioni di investimento al fine di indurre l'investitore a formulare, mediante la stessa piattaforma *online*, nuovi ordini di acquisto e/o di dismissione, ovvero potrebbe finanche procedere automaticamente al ribilanciamento di tale portafoglio ove il cliente abbia sin dall'inizio conferito apposito mandato in tal senso all'intermediario in questione. Tutto ciò allo scopo di consentire all'investitore di mantenere l'esposizione derivante dal proprio portafoglio di investimenti coerente con il proprio profilo di rischio nel corso del tempo e/o di incrementare i profitti e ridurre le perdite, ecc.

Ne deriva che siffatta attività, in base alle concrete modalità in cui essa si configura e al contenuto del mandato conferito da ciascun utente, potrebbe essere riconducibile anche a quella di "*gestione di portafogli*" di cui all'art. 1, comma 5-*septies*, del Tuf, per tale intendendosi "*la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti*".

Di qui l'opportunità, evidenziata ad ogni livello[43], di operare una rivisitazione in chiave applicativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari al fine di meglio adattarle alle peculiari modalità di erogazione dei servizi di cui trattasi, che – come visto – prescindono dalla presenza, anche solo parziale, di un agente umano quale interfaccia del cliente finale ovvero quale responsabile del procedimento nelle varie fasi dello stesso.

Ciò apre la strada a due ordini di considerazioni.

Per un verso, l'adozione dell'intelligenza artificiale nel settore finanziario – e in particolare nell'ambito della prestazione di servizi di consulenza – può assicurare benefici

43 Cfr., ad esempio, ESAs, *Joint Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice'*, 5 settembre 2018, disponibile all'indirizzo *www.esma.europa.eu*.

per gli investitori: ad esempio, essa può portare i soggetti abilitati a formulare raccomandazioni di investimento più affidabili[44] in ragione dell'ampia base di dati disponibili e processabili in poco tempo. Ancora, è stato osservato che il *robo-advice* risponde a un tentativo di "democratizzazione" del servizio di consulenza funzionale a favorire l'inclusione finanziaria di soggetti che solitamente non si avvalgono dei canali tradizionali (c.d. soggetti *unbanked*)[45] o che non rappresentano il profilo "ideale" di cliente per un consulente finanziario professionale (ad esempio poiché titolari di un reddito non sufficientemente elevato). Del pari, altri autori hanno rilevato che l'utilizzo di sistemi informatici in grado di profilare correttamente il cliente, per un verso, impedisce agli intermediari più spregiudicati di approfittarsi di investitori inesperti e, per altro verso, esclude la possibilità che i consulenti umani possano essere vittima di errori cognitivi nelle valutazioni loro demandate[46].

Per altro verso, è stato altresì evidenziato che il ricorso ai servizi di consulenza finanziaria automatizzata implica anche potenziali rischi quali, ad esempio, la tendenza di uniformità di comportamenti degli investitori, in luogo della valutazione appropriata e adeguata al profilo di ognuno (c.d. effetto *herding*)[47].

Ciò deriva, in primo luogo, dalla tendenza – riscontrata a livello internazionale – per cui "*advice provided by robo-advisors tends to be quite uniform. (...) the overwhelming majority of robo-advisors recommend investment funds, mutual funds or, even more often, ETFs*" secondo un approccio "*numbers-based*"[48].

In secondo luogo, la circostanza che i servizi di *robo-advisory* consentano – in ragione del minor costo della consulenza e della maggiore facilità di accesso – un ampliamento della platea dei potenziali investitori implica al contempo che i destinatari di tali raccomandazioni, specie quelli meno esperti, possano essere indotti ad assumere rischi eccessivi a causa di un eccesso di confidenza nei propri mezzi e dell'assenza di un confronto (*challenge*) con un consulente umano professionale.

Allo stesso modo, non si può escludere, da un lato, che i meccanismi di profilazione

44 Cfr. F.Consulich, M. Maugeri, C.Milia, T.N.Poli, G.Trovatore, ult. op. cit., p. 16.

45 Cfr. M.T.Paracampo, ult. op. cit., p. 128.

46 Cfr. D.Rossano, *La consulenza finanziaria automatizzata e la tutela degli investitori*, in *FinTech*, a cura di F.Fimmanò e G.Falcone, Napoli, 2019, pp. 210 ss.

47 Cfr. F.Consulich, M. Maugeri, C.Milia, T.N.Poli, G.Trovatore, *ult. op. cit.*, p. 16.

48 Cfr. P.Maume, *Regulating Robo-Advisory*, in *Texas International Law Journal*, August 2018, disponibile all'indirizzo *www.ssrn.com*, pp. 22 ss.

adottati dalla piattaforma siano insufficienti a identificare *adeguatamente*[49] il profilo di rischio del cliente (ad es., perché le domande incluse nel questionario *online* non sono abbastanza dettagliate oppure perché il cliente non le comprende fino in fondo oppure, ancora, perché l'utente fornisce le risposte con troppa approssimazione) e che, dall'altro lato, il funzionamento dell'algoritmo possa risentire di errori di valutazione e *bias* cognitivi dei soggetti che li hanno programmati (con la conseguenza, peraltro, di aprire potenzialmente la strada a complessi contenziosi aggravati dalla non chiara attribuzione di responsabilità in caso di malfunzionamento del *software*)[50].

In questa ultima prospettiva, tale ulteriore elemento di rischio è stato recentemente oggetto di attenzione da parte della Corte di Giustizia dell'Unione europea, che ha evidenziato la necessità di operare un delicato compromesso tra l'incremento dell'accuratezza predittiva e la riduzione della spiegabilità dei modelli utilizzati per la valutazione automatizzata. Infatti, sebbene i modelli di IA, soprattutto c.d. *machine learning*, impiegati per il *robo-advisory* possano migliorare significativamente le *performance* nelle previsioni, la loro complessità e l'opacità dei processi decisionali[51] possono altresì non rispettare i diritti degli interessati, specialmente il diritto alla comprensione e contestazione della decisione automatizzata di cui all'art. 22, par. 3 GDPR[52].

In questo contesto, la Corte di Giustizia dell'Unione europea, con la sentenza C-203/22 del 27 febbraio 2025, ha sancito il principio fondamentale in base al quale l'interessato ha il diritto di ottenere una spiegazione significativa sulla logica utilizzata nel processo

---

49 A tale riguardo, preme ricordare che l'art. 54 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), prevede espressamente che: *"[q]uando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati totalmente o in parte attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell'adeguatezza compete all'impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata o la decisione di negoziazione*".

50 In arg. cfr., tra gli altri, R.LENER, *Intelligenza artificiale e interazione umana nel* robo-advice, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3/2021, disponibile all'indirizzo *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, pp. 101 ss.; D.ROSSANO, *ult. op. cit.*, pp. 219 ss.; M.RABITTI, *Intelligenza artificiale e finanza. La responsabilità civile tra rischio e colpa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2 al n. 3/2021, disponibile all'indirizzo *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, pp. 295 ss.; V.FALCE, Data strategy *e finanza digitale. Il caso della "consulenza automatizzata"*, in *Assicurazioni - Rivista di diritto, economia e finanza delle assicurazioni private*, 2022, pp. 429 ss.; R.GHETTI, Robo-advice*: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 4, 2020, pp. 540 ss.; M.T.PARACAMPO, *ult. op. cit.*, p. 141.

51 Sul tema dell'opacità delle scelte decisionali dell'algoritmo, la c.d. *black box* cfr. F.PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information*, Harvard University Press, Cambridge MA 2015; nonché, R.MESSINETTI, *La tutela della persona umana "versus" l'intelligenza artificiale. Potere decisionale dell'apparato tecnologico e diritto alla spiegazione della decisione automatizzata*, in *Contr. e impr.*, 2019, pp. 861 ss.;

52 Sul tema cfr. N.BRUTTI, *Mito del consenso e rating reputazionale*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, n.2, 1 Marzo 2024, pp. 402 ss.; per una riflessione interdisciplinare cfr. A.ADINOLFI - A.SIMONCINI (a cura di), *Protezione dei dati personali e nuove tecnologie. Ricerca interdisciplinare sulle tecniche di profilazione e le loro conseguenze*, Napoli, 2022.

decisionale automatizzato[53], avendo tuttavia a riferimento un caso di *credit scoring*, ossia il metodo automatizzato e statistico attraverso il quale gli intermediari analizzano la solvibilità dei richiedenti credito e che, nel tempo della quarta rivoluzione industriale, utilizza tecniche di IA e *machine learning*[54].

La Corte ha precisato che il diritto di cui all'articolo 15, paragrafo 1, lettera h), del Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), nell'imporre al titolare del trattamento di fornire informazioni chiare, concise e facilmente accessibili, attraverso la descrizione dei principi e della procedura seguiti per la valutazione automatizzata, non si limita a richiedere la mera comunicazione della formula algoritmica, bensì una descrizione comprensibile delle modalità con cui i dati personali sono utilizzati per determinare un risultato specifico[55], come, nel caso di specie, la solvibilità di un individuo[56].

Tale pronuncia rappresenta un punto rilevante nell'evoluzione del rapporto tra innovazione tecnologica e tutela dei diritti fondamentali, ribadendo la centralità del principio di trasparenza anche nell'ambito delle decisioni algoritmiche. Ne discende che, anche

53 Questo il principio di diritto enunciato nella sentenza C-203/22 dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea «*L'articolo 15, paragrafo 1, lettera h), del regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati), dev'essere interpretato nel senso che in caso di processo decisionale automatizzato, compresa la profilazione, ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 1, di tale regolamento, l'interessato può pretendere dal titolare del trattamento, a titolo di «informazioni significative sulla logica utilizzata», che quest'ultimo gli spieghi, mediante informazioni pertinenti e in forma concisa, trasparente, comprensibile e facilmente accessibile, la procedura e i principi concretamente applicati per utilizzare, con mezzi automatizzati, i dati personali relativi a tale interessato al fine di ottenerne un risultato determinato, come un profilo di solvibilità.*» disponibile su *www.eurlex.it*.

54 Sul tema cfr. E.Bonaccorsi di Patti, F.Calabresi, B.De Varti, F.Federico, M.Affinito, M.Antolini, F.Lorizzo, S.Marchetti, I.Masiani, M.Moscatelli, F.Privitera e G.Rinna, *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, ottobre 2022; G.Cerrina Feroni, *Intelligenza artificiale e sistemi di* scoring *sociale. Tra distopia e realtà*, in *Dir. inf.*, 2023; R.O'Dwyer, *Are You Creditworthy? The Algorithm Will Decide*, in *Undark Magazine*, 7 May 2018; L.Ammanati – G.L.Greco, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in *Rivista di diritto bancario*, 2023, 461; M.Rabitti, Credit scoring *via* machine learning *e prestito responsabile*, in *Rivista di diritto bancario*, 2023, pp. 175 ss..

55 Sul tema cfr. M.Temme, *Algorithms and Transparency in View of the New General Data Protection Regulation*, in *European Data Protection Law Review*, 2017, vol .3, n. 4 pp. 479 ss.; G.Malgieri G.Comandé, *Why a Right to Legibility of Automated Decision-Making Exists in the General Data Protection Regulation*, in *International Data Privacy Law*, 2017, vol. 7, n. 4, pp. 243 ss.; L.Edwards – M.Veale, *Slave to the algorithm? Why a 'right to an explanation' is probably not the remedy you are looking for*, in *Duke Law and Tech. Rev.*, 2017, n. 1, vol. 16, p. 18 ss.; H.Junklewitz, R.Hanon, G.Malgeri, I.Sanchez, *Bridging the gap between AI and explainability in the GDPR: Towards trustworthiness-by-design in automated decision-making*, in *IEEE Computational Intelligence Magazine*, 17 (1), 2022, pp.72 ss.

56 Sul diritto ad un'informazione adeguata relativa alla logica sottesa nei processi decisionali automatizzati *ex* art. 15 GDPR, si rimanda alle decisioni della Corte d'appello di Amsterdam del 4.04.2023, casi nn. 200.295.747/01; 200.295.742/01; e 200.295.806/01.

nel contesto della consulenza finanziaria automatizzata, sarà imprescindibile garantire un adeguato bilanciamento tra l'efficienza predittiva degli strumenti di IA e il rispetto dei diritti dell'interessato, attraverso modelli che, pur nella loro complessità, consentano un livello di intelligibilità sufficiente a soddisfare gli obblighi informativi imposti dalla normativa regolante il sistema finanziario e le previsioni in materia di tutela dei dati personali ai sensi del GDPR.

5. La consulenza finanziaria automatizzata favorisce scelte di investimento sostenibili?

Come visto, l'accezione più ampia di attività di *robo-advisory* – accolta dal legislatore europeo della MiFID II – ricomprende sia l'attività di consulenza finanziaria sia l'attività di gestione di portafogli (*asset management*).

I dati empirici mostrano che il volume delle masse gestite dalle imprese di investimento che si avvalgono di servizi di consulenza automatizzata, e il numero di clienti che hanno deciso di rivolgersi a tali *advisory firm*, è significativamente aumentato nel corso degli anni (specie negli Stati Uniti, dove l'attività di *robo-advice* e di *digital asset management* si è sviluppata sin dalla fine degli anni 2000)[57].

La diffusione della consulenza automatizzata ha quindi effettivamente ampliato la platea di potenziali investitori disponibili a immettere risorse nel circuito del mercato finanziario. Di conseguenza, si è accresciuta la capacità di tali intermediari di indirizzare gli investimenti di un numero crescente di risparmiatori attraverso la formulazione di raccomandazioni personalizzate e l'esecuzione di operazioni di acquisto/dismissione individuate sulla base dei dati elaborati dai sistemi di intelligenza artificiale.

Ciò posto, è noto come le istituzioni europee e internazionali abbiano intrapreso numerose iniziative volte a evidenziare lo stretto legame esistente tra nuove tecnologie, sostenibilità e finanza (si pensi, ad es., all'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, al Green Deal europeo, ecc.). Le nuove tecnologie, si afferma, rappresentano un volano per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale[58].

In questa prospettiva, ci si domanda se il ricorso alla consulenza automatizzata sia uno strumento utile a favorire scelte di investimento sostenibile da parte del pubblico *retail*.

È noto, infatti, che il legislatore europeo ha previsto l'obbligo per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari di integrare i rischi e le opportunità ambientali, sociali e di *governance* nei loro processi decisionali, come parte del loro dovere di agire nel

57 Per riferimenti cfr. P.MAUME, *ult. op.cit.*, pp. 11 ss.

58 In arg. cfr., *ex multis*, F.CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3/2021, disponibile all'indirizzo *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, pp. 4 ss.

migliore interesse dei clienti.

Assume rilievo in tal senso, in primo luogo, la definizione di "*investimento sostenibile*" contenuta nel Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari[59]. Il provvedimento mira a favorire la comparabilità dei prodotti finanziari distribuiti nel mercato allo scopo di evitare distorsioni nelle scelte di investimento dei risparmiatori.

Vi è poi il Regolamento delegato (UE) 2021/1253, che ha modificato il citato regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento. Per effetto di detto intervento le imprese di investimento – incluse dunque, in virtù del citato principio della neutralità tecnologica, le *robo-advisory firm* – debbono, tra l'altro, fornire una descrizione dei fattori di sostenibilità presi in considerazione nel processo di selezione degli strumenti finanziari raccomandati al cliente e avere riguardo alle eventuali preferenze di sostenibilità manifestate dallo stesso al momento della profilazione e dei successivi aggiornamenti.

Le suddette innovazioni normative, unitamente all'analisi dei dati empirici disponibili in merito al profilo tipico dei maggiori fruitori dei servizi di consulenza automatizzata, hanno indotto ad individuare nel *robo-advice* lo strumento ideale per favorire la scelta verso investimenti sostenibili da parte degli investitori *retail*[60].

Ciò posto, si ritiene tuttavia opportuno formulare alcune sintetiche considerazioni in merito alla effettiva capacità dei meccanismi di consulenza automatizzata di favorire

59 Per "*investimento sostenibile*" ai sensi del provvedimento indicato nel corpo del testo si intende un "*investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali*".

60 Cfr. R.Magliano, *Greentech e intelligenza artificiale: un nuovo impulso per promuovere sostenibilità e consapevolezza da parte dell'investitore retail*, in *Sostenibilità e mercato finanziario. Questioni aperte e profili comparati*, a cura di E.Corapi, Milano, 2023, pp. 7 ss., ove è altresì precisato che si avvalgono dei servizi di consulenza automatizzata prevalentemente *millenials* e donne, ossia gli stessi soggetti che appaiono maggiormente interessati a strumenti finanziari etichettabili come *green* e con spiccate caratteristiche di sostenibilità. Altri dati in merito alla platea di utenti che si rivolgono ai servizi di consulenza automatizzati sono disponibili in Aa.Vv., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, *Quaderni FinTech Consob*, n. 3, gennaio 2019, disponibile all'indirizzo *www.consob.it*.

scelte di investimento sostenibile da parte degli operatori del mercato finanziario.

In primo luogo, è stato osservato come i servizi di *robo-advisory* sino ad oggi prestati prevalentemente da operatori già presenti sul mercato con un posizionamento ben consolidato, spesso mediante l'avvio di *joint venture* e *partnership* con imprese *Fintech*[61]. La prestazione di tali servizi da parte di *start-up* e imprese puramente *Fintech* è oggi residuale.

La ragione di ciò è da ascrivere al fatto che gli *incumbent* individuano nelle nuove tecnologie uno strumento che consente di ampliare il portafoglio clienti, ridurre i costi di erogazione del servizio ed evitare che nuovi operatori possano sottrarre loro quote di mercato.

È innegabile, dunque, che le imprese che operano attraverso strumenti di *robo-advisory*, al pari di qualsiasi altra impresa commerciale, siano orientate alla creazione di un profitto. Ciò è possibile in quanto l'impresa di investimento sia in grado di trattenere i propri clienti e acquisirne di nuovi. A tal fine, è necessario che i clienti delle imprese di investimento registrino a loro volta un profitto derivante dagli investimenti effettuati (seppur in un orizzonte temporale e in una misura variabile a seconda delle preferenze espresse nel questionario di valutazione). Studi empirici recenti mostrano infatti che la maggior parte dei risparmiatori non è disposta a sacrificare il ritorno economico in nome di iniziative di sostenibilità meno profittevoli[62].

Del resto, si è detto che il successo della consulenza automatizzata si deve alla capacità di tale strumento di rendere disponibile a soggetti c.d. *unbanked* una consulenza professionale e personalizzata. Il *robo-advisory* rappresenta quindi lo strumento attraverso il quale clienti non ideali per un consulente tradizionale – solitamente perché non dotati di una capacità reddituale tale da garantire significativi margini di guadagno al consulente – possono affacciarsi sul mercato finanziario ed eventualmente beneficiare di profitti derivanti da investimenti finanziari che gli sarebbero altrimenti preclusi attraverso i canali tradizionali. Ciò dimostra che il cliente di una *robo-advisory firm* si avvale di tale servizio primariamente per conseguire utili derivanti dall'investimento. I dati empirici mostrano altresì che difficilmente il cliente muta il proprio profilo di investimento nel corso di un rapporto profittevole al solo fine di perseguire interessi "altri" rispetto a quello lucrativo[63].

D'altra parte, è stato osservato che l'ordinamento mette a disposizione modelli organizzativi diversi dall'impresa lucrativa per gli operatori che intendano perseguire finalità diverse dalla mera creazione di un profitto (es., associazioni, fondazioni, società bene-

61 Cfr. P.Maume, *ult. op.cit.*, pp. 11 ss.

62 Cfr. L.Hornuf, C.Merkle, S.Zeisberger, *Nudging Investors towards Sustainability: A Field Experiment with a Robo-Advisor*, 10 dicembre 2024, disponibile all'indirizzo *www.ssrn.com*, pp. 22 ss.

63 Cfr. L.Hornuf, C.Merkle, S.Zeisberger, *ult. op. cit.*, pp. 22 ss.

fit, ecc.)[64].

A ciò si aggiunga, come detto, che le stesse *robo-advisory firm* sono società commerciali volte alla creazione di un profitto. Pertanto, è difficile immaginare che tali imprese di investimento possano di *default* suggerire investimenti sostenibili a discapito di altri potenzialmente più profittevoli. E ciò sia in quanto tale raccomandazione sarebbe contraria allo scopo lucrativo dell'impresa stessa sia perché essa potrebbe essere contraria al migliore interesse del cliente.

A tale ultimo riguardo, la stessa ESMA ha osservato che "*i fattori di sostenibilità non dovrebbero prevalere sull'obiettivo di investimento personale di un cliente. Le preferenze di sostenibilità dovrebbero pertanto essere trattate nell'ambito del processo di valutazione dell'adeguatezza solo dopo che è stato individuato l'obiettivo di investimento del cliente*" [65].

Peraltro, si è detto che gli algoritmi che dominano il funzionamento delle imprese di *robo-advise* operano secondo un'ottica *numbers-based*, ossia valutano le proposte di investimento sulla base del rendimento dello strumento finanziario nel passato più o meno recente. Tale impostazione induce a domandarsi se gli investimenti *Esg*, in ragione del loro eventuale minore rendimento nel tempo rispetto ad altri tipi di investimento più profittevoli, siano anche solo presi in considerazione dall'algoritmo ai fini dei suggerimenti da formulare al cliente.

In quest'ottica, a ben vedere, la consulenza "umana" presenta dei vantaggi, poiché demanda all'agente umano la sensibilità circa l'individuazione delle reali propensioni del cliente, affidando la raccomandazione di investimento – oltre che al calcolo matematico – anche all'intuizione e all'esperienza del consulente.

A ciò si aggiunga che la consulenza umana incorpora una componente di educazione finanziaria per il cliente, che è invece pressoché inesistente nel *robo-advice* e che rappresenta probabilmente lo strumento più efficace per orientare le decisioni di investimento degli utenti verso la finanza sostenibile.

Tutto ciò premesso, resta fermo che l'attività del *robo-advisor* deve rimanere orientata al perseguimento del migliore interesse per il cliente. Da ciò derivano due ordini di considerazioni ulteriori.

In primo luogo, se il cliente debitamente informato esprime una netta preferenza per gli investimenti sostenibili al momento della sua profilatura, allora un algoritmo ben funzionante dovrebbe formulare raccomandazioni di investimento che prediligano la sostenibilità dell'investimento, se del caso a discapito di un migliore rendimento in ter-

64 Cfr. A.Sacco Ginevri, *Divagazioni su* corporate governance *e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3 al n. 1/2022, disponibile all'indirizzo *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, pp. 83 ss.

65 Cfr., Esma, *Relazione finale sull'integrazione dei rischi e dei fattori di sostenibilità nella MiFID II*, 30 aprile 2019, disponibile all'indirizzo *www.eur-lex.europa.eu*.

mini economici.

In secondo luogo, si ritiene che il servizio offerto dall'impresa di investimento (sia tradizionale che automatizzata) dovrebbe sempre tendere a una crescita sostenibile del portafoglio di investimento del cliente, unendo la propensione al rendimento alla diversificazione del rischio di portafoglio. Tale obiettivo virtuoso consentirebbe la soddisfazione del cliente e il raggiungimento degli obiettivi di stabilità ed efficienza del mercato finanziario.

Ci si domanda, ad esempio, come reagirebbe un algoritmo dedicato alla gestione automatizzata di un portafoglio se i titoli in esso presenti dovessero subire improvvisamente una significativa svalutazione? L'algoritmo procederebbe in automatico alla vendita di quei titoli per limitare la perdita del cliente (amplificando però la svalutazione dei titoli medesimi e i riflessi sistemici connessi al rischio di *default* dell'emittente)? L'algoritmo ragionerebbe allo stesso modo se anche altri clienti della stessa impresa di investimento avessero investito in quegli stessi titoli?

Tali domande inducono a ripensare la questione circa il ruolo del *robo-advisor* non tanto come volano di investimenti sostenibili, quanto piuttosto come strumento volto a favorire una consulenza e una gestione di portafoglio scevra da conflitti di interesse e improntata alla sostenibilità ed efficienza del mercato finanziario nel suo complesso in quanto tale obiettivo coincide con il migliore interesse del cliente.

Early intervention measures and proportionality*

MARCO LAMANDINI
Professore ordinario di diritto commerciale
Università di Bologna

SOMMARIO: 1. A premise; 2. Looking backward; 3. Looking into the present; 4. Looking into the future.

1. A premise

I will briefly discuss this very topical issue (i) looking backward, into the present and forward, (ii) at the distinct regulatory, administrative and judicial levels, (iii) factoring in the multi-dimensional significance of the super-principle of proportionality. I will do it in the hope to pour new wine into an old bottle, without much, though, in terms of academic argumentation to avoid that the bottle may burst in the end. For a proper academic discourse I refer to the informative (and still recent) works of David Ramos Muñoz (*'Twilight troubles'. Early Intervention, Resolution, Preparation and Triggers, and the Urgent Need to Reform Them*, in *Eur. Bus. Org. L. R.*, (2025) 26:133-155) and of Irene Mecatti (*Early intervention measures and shareholders rights*, EBI Working Paper Series, 2025 – no 192, of 23 July 2025). My quite modest attempt here is thus to offer what I dare to see as an informed view on *Corneli*, as the ongoing landmark case on this issue, and to briefly flag and earmark what I still see as problematic in the wake of the CMDI political compromise of end June 2025, judging from experience. With a final disclaimer and cautionary note: I have assisted as external lawyer the ECB before the Grand Chamber of the Court of Justice in Joined Cases C-777/22 P and C-778/22 P, *Corneli*. Though I am currently out of the case (the ECB was represented only by its agents before the General Court in the original Case T-502/19, that resulted in the judgment of 12 October

* International Colloquium on "Proportionating rules on bank crisis prevention and management to the case of retail banks: an analysis on the European and national legal framework, Venezia, Cà Foscari University, 11-12

2022 ECLI:EU:T:2022:627 and is consistently represented only by its agents also in the current Case T-502/19 RENV, which has been resumed after the judgment of the Grand Chamber of 15 July 2025, ECLI:EU:C:2025:580), my view on this is also a reflection of this experience.

2. Looking backward

Looking backward, prompt corrective actions are embedded into the US banking regulation since the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991. In turn, temporary administration has a long-lasting tradition in the Italian legal framework and has clearly informed the EU adoption of it by the BRRD. Since the global financial crisis the international regulatory framework has been significantly strengthened and there has been a common recognition, as noted by the Basel Committee on Banking Supervision in its March 2018 "Frameworks for early supervisory intervention" (at p. 4), that "for supervisors to operate effectively, identification and intervention at an early stage are critical to prevent problems from escalating or becoming acute" and that therefore (at p. 5) "early supervisory intervention is defined as supervisors taking actions at an early stage to address unsafe and unsound practices or activities that could pose risks to banks or the banking system. These early supervisory actions can range supervisory measures that encompass moral suasion to more corrective actions, which are triggered when banks are deemed to be in danger of failing". Our focus here is on early intervention measures, and thus on the powers granted to supervisory authorities since 2014 by BRRD (art. 27-29) and SRMR (art. 16) to help timely address banks in bad shape yet not likely to fail, to seek to restore the situation to normality. In the European *acquis*, those measures sit in a continuum with supervisory measures under Article 102 ff. CRD (but also 91 and 104 CRD), showing - up to the incoming adoption of the CMDI – undesirable overlaps and ambiguities in their mutual relation as to triggers, framework for the escalation, and content. This has been admirably mapped and discussed already back in 2021 in the EBA Report on the application of early intervention measures in the EU in accordance with articles 27-29 of the BRRD (EBA/REP/2021/12): a piece of work that has well informed the CMDI regulatory process and namely the Commission's proposal.

Crucial to our purpose is the question of the sequence in applying the EIMs under the principle of proportionality.

Looking backward, the EBA report, at § 75 ff., notes that the BRRD foresees a certain hierarchy in the application of EIMs stipulated in Articles 27, 28 and 29 BRRD, respectively. Pursuant to Article 28 BRRD, the competent authority may require the removal of the senior management or the management body of an institution if there is a *significant* deterioration of the institution's financial situation or if there are *serious* infringements of certain legal provisions or *serious* administrative irregularities and if '*measures taken pursuant to Article 27 BRRD are not sufficient to reverse the deterioration*'. Correspondingly, a temporary administrator may be appointed pursuant to Article 29 BRRD if the replacement of the senior management or management body pursuant to Article 28 BRRD is deemed insufficient to remedy the situation. The EBA further recalls that there

were some uncertainties related to the sequence of applying EIMs listed in Articles 27-29 of the BRRD, in particular *whether it is necessary to actually apply the less intrusive measures to determine that they are insufficient to reverse the deterioration before more intrusive ones can be implemented*. In order to remove this uncertainty, a Q&A was submitted to the EBA asking for clarification on the sequence of applying EIMs listed in Article 27 and 28 BRRD. The interpretation provided in the EBA Single Rulebook Q&A (Question ID 2015_2018) points out that it may not be necessary or possible to actually take the EIMs established in Article 27(1) BRRD before taking those in Article 28 BRRD. The Report adds, however, that despite this interpretation, the EBA survey revealed that the sequencing of the application of EIMs is problematic in some jurisdictions and does not correspond to practical needs in crisis situations. The sequencing concerns made the EIMs pursuant Article 28-29 EIMs difficult to implement in most cases, since their application process was very time-consuming and did not cover the risk of further deterioration the institution's situation. Therefore, the EBA, in order to eliminate challenges related to the currently envisaged sequence of applying EIMs in accordance with Articles 27-29 BRRD, recommended to introduce one of the following solutions: **Option 2.1:** To merge all BRRD EIMs into one set of measures in Article 27 BRRD (eliminating any additional conditions for applying measures listed in Articles 27-29 BRRD in sequence). Measures currently listed in Articles 28 and 29 BRRD should be applicable at the same time as or instead of measures currently listed in Article 27 BRRD; **Option 2.2:** To merge EIMs from Article 28 and 29 BRRD into one set of EIMs that would remain in the BRRD while eliminating the sequencing of applying them. By contrast, Article 27(1) measures would be re-classified as supervisory powers. **Option 2.3:** To merge all EIMs (Articles 27, 28 and 29 BRRD) into one expanded set of supervisory powers included in the CRD/SSMR, eliminating the sequencing and additional conditions for applying measures currently listed in Articles 28-29 BRRD. The EBA further notes that the banking associations opposed the elimination of the existing sequencing of EIMs listed in Articles 27, 28 and 29 BRRD. They argued that the application of EIMs should follow a clear proportionality logic. Moreover, they believed that giving more discretion to supervisors in that matter would reduce legal certainty. This was also in line with the ECB position expressed in a letter of the Chair of the Supervisory Board to the Members of the European Parliament Lamberts and Urtasun of 24 January 2018, where the ECB pointed out that "from a proportionality perspective, it can be argued that early intervention measures are more intrusive than supervisory measures due to their role in crisis prevention and management, including the increased involvement of the resolution authority. For this reason, in situations where the competent authority needs to choose between takin a certain action as either an early intervention measure of as a supervisory measure, the principle of proportionality suggests that it should adopt a supervisory measure as the less intrusive option, *provided that both types of measures are suitable to achieve the intended aim.*" In other words, there is no doubt that the existence of a clear escalation ladder of supervisory action is a necessary application of the principle of proportionality in this domain; however, this does not imply (contrary to Irene's belief, at page 7 of her recent paper, where she surmises that "collective re-

moval powers can only be used after measures under Article 27 BRRD have been *taken*": emphasis added) that more intrusive measures are available only after that less intrusive have been adopted and tested in practice (and have proved insufficient), because what really matters, in the logic of crisis prevention that permeates EIMs, is not the reality check but the duly substantiated assessment of the supervisor of the suitability or unsuitability of the less intrusive measures to achieve the intended aim of recovery without the necessity of a market test of such suitability. In the real world, banks' crises may rapidly precipitate, and imposing to the supervisory authority to sequentially test in practice all early intervention measures before adopting the more intrusive ones would be tantamount as depriving of effectiveness the most powerful EIMs. This is a point that in the literature seems to be acknowledged already back in 2018 e.g. by Georgios Psaroudakis, *Proportionality in the BRRD: Planning, Resolvability, Early Intervention*, *Beitraege zum Transnationalen Wirtschaftrecht*, Heft 159, August 2018, at page 16, where he rightly notes that the express reference to proportionality in Article 28, where it presuppose that measures under Article 27 are not adequate, "has some procedural importance as it seems to impose on the competent authority a particular burden to justify the necessity of its decisions, i.e. the necessity of the chosen measure. It is a different matter, however, that the public authority retains some discretion in determining the proportionate response to the circumstances". This is also echoed, in the Italian case-law, in the landmark judgment of the Upper Administrative Court (Consiglio di Stato) of 19 July 2022, removal at Credito di Romagna (at § 10.1.: "è evidente il carattere spiccatamente discrezionale del provvedimento in esame, volendosi con ciò sottolineare come l'autorità di vigilanza, una volta accertata l'esistenza dei presupposti oggettivi enunciati dall'art. 69-octiesdecies, co. 1, lett. B) TUB, sia chiamata a stabilire, sulla base di una valutazione di opportunità, se disporre la rimozione collettiva degli organi, ovvero se, nello specifico caso, siano prospettabili soluzioni meno gravose (o, se in ipotesi sia invece necessaria una misura ancora più incisiva). This conclusion should also guide, to my mind, in considering more restrictive national transposing laws, or national supervisory practices, which, as surveyed by the EBA (at § 78 of the Report), may have so far required the actual sequencing of the application of the EIMs in some jurisdictions: this may indeed run counter the EU general principles of effectiveness and proportionality (in its vertical dimension for the proper construction of the internal market: see on this the very insightful remarks of Chiara Zilioli, *Proportionality as the organizing principle of European banking regulation*, paper available on ssrn and based on the speech delivered on 13 February 2017 in Athens).

3. Looking into the present

Looking at this into the present, two aspects stand out to my knowledge.

a) On one hand, the CMDI compromise recently reached, which should pave the way for the inclusion of EIMs into the SRMR, and thus remedy, in the Banking Union, the undesirable situation that so far the ECB lacked a legal basis for the adoption of such measures *in directly applicable Union law* (something that eventually led, in *Corneli*,

to the loaded question of the interpretation and application in conformity of national transposing law), offers clear guidance (to my mind, also working as an authentic interpretation of the existing regime, in light with the EBA Q&A). First, Article 13, in the compromise text, expressly states, in accordance with the Commission's proposal and dropping an amendment of the European Parliament which would have made the adoption of the EIMs conditional upon "a significant deterioration of conditions, or new adverse circumstances or new information", that the ECB may determine that the condition that remedial actions other than early intervention measures are insufficient to address the problems is met "without having previously taken other remedial actions", including the exercise of the powers referred to in Article 104 CRD. This would be complemented by new Article 13(3), whereby "the ECB shall choose the appropriate early intervention measures based on what is proportionate to the objectives pursued, having regard o the seriousness of the infringement or likely infringement and the speed of deterioration in the financial situation of the entity, among other relevant information". Second, new Article 13b applies the proportionality principle also to guide the ECB in the choice between a temporary administrator that either a) temporarily replaces the management body of the entity or b) works temporarily with the management body of the entity. This is, once again, in line with Italian experience (as also tested, precisely vis-à-vis the requirements of proportionality and adequacy, in the *Credito di Romagna* case).

b) On the other hand, the *Corneli* case sheds light (in addition to its crucial findings on effectiveness of Union law, interpretation in conformity and nature of question of law of the related dispute on appeal) also on the application of the proportionality principle in the EIMs' sequencing. To be true, the plea on the proportionality of the measure of temporary administration adopted by the ECB on 2 January 2019 is still currently pending before the General Court after the annulment with *renvoi* of its previous judgement of 2022. It is indeed the first plea in law of the original application for annulment, that was not examined by the General Court, which upheld the fourth plea on the legal basis of the measure. However, the Grand Chamber, at paragraphs 148-149 of its judgment of 15 July 2025 has clearly stated that:

> 148 (...) as regards Ms Corneli's argument alleging, in essence, the need to make provision, in line with the principle of proportionality, for a 'scale' of intervention measures available to the competent authority in the management of a banking institution, it must be held that the system of intervention measures provided for in Articles 27 to 29 of Directive 2014/59 is in line with that principle.
>
> 149 As regards, specifically, the measure of temporary administration provided for in Article 29(1) of that directive, it is apparent from that provision that that measure may be adopted only after the less restrictive measure provided for in Article 28 of that directive, namely the replacement of the senior management or management body of the banking institution con-

> cerned, *has been deemed insufficient in the light of the situation of that institution*

Thus, it is now settled law that the proportionality principle does not require, in this context, that less intrusive supervisory or early intervention measures are adopted before temporary administration is adopted, provided that the supervisory authority has properly assessed and deemed that the other measures would have been insufficient in light of the situation of that institution. This is fully in line with past precedents in other fields, where European courts already held that the application of the proportionality principle, where several measures are available, whilst it requires an assessment in order to adopt the less restrictive measure which is sufficient to tackle the situation and is proportionate to achieve the intended aim (judgment of 18 September 2017, Joined Cases T-107/15 and T-347/15, Uganda Commercial Impex, ECLI:EU:T:2017:628, paragraph 125), does not require that all less intrusive measures are tested in practice (and thus adopted) before a more intrusive one becomes possible (judgement of 11 July 2007, T-170/06, Alrosa, ECLI:EU:T:2007:220, at paragraph 99).

Ultimately, it seems that, when interpreting these matters, we often look at the text, and then move to the safeguards, without looking at the *context,* and thus we fail to see the forest for the trees. Yes, the EIMs are more intrusive than supervisory measures, and yes, some EIMs are more intrusive than others. But EIMs must, first and foremost, be *effective*. Sitting uncomfortably between supervisory measures and resolution, either EIMs are available enough, and effective enough, or they will be squeezed out of existence. Thus, whereas proportionality is a principle that informs the whole crisis management framework as a balancing principle, one must *balance something* in the first place. This is effectiveness, and while effectiveness also permeates the whole framework, it is, contextually speaking, most important in the case of EIMs, precisely because there are other measures sitting on both ends of the spectrum.

4. Looking into the future

Looking into the future, it remains to be seen how the General Court shall assess, in its judicial review upon *renvoi*, the factual elements duly factored in in the ECB decision of 1 January 2019. On this, contrary to Irene's claim, at page 19, that "the ECB could have resorted to a less restrictive instrument, specifically collective removal under Article 69-viciessemel, paragraph 1 TUB or, given the more serious conditions of Article 70 TUB, proceed to the appointment of temporary side-by-side commissioners", I draw attention on to aspects, one factual and the other legal.

a) Factually, it is important to note that at the time of adoption by the ECB of the temporary administration decision the board of directors of Banca Carige was more than halved due to resignations of the majority of its members, with four of such resignations (including those of the Chair, Modiano, and CEO, Innocenzi, then appointed as two of the three temporary administrators) taking effect on 2 January 2019. Conversely, Article 18 of the articles of association of Carige set out a *simul stabunt, simul cadent* clause, and

further specified that the the board remaining in office up to the appointment of the new board was constrained to the ordinary course of business. It seems evident that, in a rapidly deteriorating financial situation, the alternative EIM of the removal of the remaining members of the board would have been simply pointless (because the board would have fallen on the simul stabunt on the 2 January 2019 and was then bound to act temporarily *in prorogatio* until the appointment of the new board) and the appointment of a temporary administrator in addition to the board under Article 75-bis TUB would not have solved the issue of the constrained ability of the board *in prorogatio* to deal with matters outside the scope of the ordinary course of business; and if it had, assuming that the ECB could grant all such powers to the temporary administrator working temporarily with the remaining board members, this would have *de facto* conferred all relevant powers to the temporary administrator as it also happens with temporary administration replacing the board, but with much less clarity and certainty. It should also be considered, when factoring in all relevant attributes of temporary administration vis-à-vis other EIMs, including the removal, that only temporary administration, under Italian law, may come along with a suspension of payment under Article 74 TUB. A measure which may prove essential as part of the available toolkit to rapidly plan, prepare and implement recovery and prevent further liquidity outflows or payments in violation of the *par condicio* in the twilight zone.

b) Legally, the standard of review of European courts in checking compliance of administrative actions with the principle of proportionality, needs to acknowledge that, as I noted already elsewhere in the past, this is an area pervaded by the analysis and assessment of future scenarios. To ensure financial stability, authorities engage in supervisory, preparatory and preventative actions largely based on forward looking, speculative assumptions and in the EIMs domain, like in the resolution context, those assumptions are (remote, yet still possible) worst case scenarios. Upon a context filled with uncertainty and known unknowns, authorities needs to act when the risk of a 'false negative' clearly outweighs the risk of a 'false positive'; or, to put it simply, where it is better safe than sorry. Therefore, whether it is stated explicitly or not, early intervention measures require combining more 'familiar' assessments, e.g., the conclusion that a certain event will occur in the future in a binary probabilistic assessment, with assessments that require making assumptions beyond a single probability distribution, to minimize the harmful consequences in each scenario e.g., "maximin with multiple priors", or assessments that require weighing probabilities, but factoring in black swans and fat tail events. Given the uncertainty and the economic stakes, no surprise that these assessments become policy and legal battlegrounds. In this context, a key question is what evidential burden the supervisory authority has to bear in order to support complex technical assessments based on alternative options on hypothetical future scenarios. In antitrust, where fundamental rights concerns trump over any other considerations, there has traditionally been a call to treat 'false positives' (e.g. erroneous antitrust convictions and over-deterrence) as costlier than 'false negatives' (i.e. erroneous acquittals and under-deterrence), and ask for a higher evidentiary bur-

den for those alleging an antitrust violation, through a 'preponderance of evidence' (in American terms) or 'balance of probability' in European terms. This cannot be extrapolated to supervision (or resolution) cases, where the financial stability implications of false negative are potentially catastrophic and financial stability concerns trump over any other considerations. Economic science cannot (at least cannot always) offer conclusive answers or full evidence of the shape and implications of potential future financial stability shocks, which may be used as input for resolution decisions. Thus, reasonableness and the 'plausibility' test are so far used by European courts to review supervisory and resolution measures. This is also in line, to my mind, with the proportionality check made by the Italian Upper Administrative Court (Consiglio di Stato) in the Credito di Romagna case, where on one hand the court rightly followed an hard look approach (also) on the factual premises of the supervisory assessment and appointed to that purpose, for the first time in this domain, an expert witness, but was conversely adamant in holding that courts cannot second guess nor replace with their own the complex technical assessment conferred upon the competent authority.

This approach places the justificatory burden of the resort to specific measures on the authority, but without excessively predetermining what the authority must justify. If experience teaches us something is that rapidly evolving situations, by definition, do not go according to plan. If we consider that the principle of proportionality, in the context of EIMs, implies primarily the need to use "less intrusive measures" first, we are not only hindering the effectiveness of EIMs (as argued before). We are also pretending to know too much about the challenges that the situation will present, and the scenarios and the choices that the authority will be confronted with. We want the authority to reason its way through the measures, but we also want the authority to reason through the real problems, not a bureaucratic list. Sadly, this is what will happen if we want to predetermine too much what proportionality means in advance.

A balanced review of proportionality in its application to supervisory measures sits well, to my mind, also with respect to the nature of such measures. Whilst it is certainly true that those measures may in the end affect *indirectly* individual fundamental rights of shareholders and creditors, it is too often neglected the fact that those measures are aimed at preserving, with the viability of the entity and financial stability, also those individual rights better than in the counterfactual of failure. This has important legal implications. Contrary to the (still to some extent dubitative) conclusions reached by AG Kokott in Corneli in her Opinion of 21 November 2024 (ECLI:EU:C:2024:973), this is a situation not different from administrative disputes which concern 'triangular situations'. In this regard, European courts have acknowledged, by way of exception, that a third party must tolerate certain State measures on the basis of directly applicable provisions of a directive on which an individual relies vis-à-vis the Member State. These include, for example, an environmental impact assessment which can result in the revocation of a consent benefiting the third party or the loss of some other (legal and financial) benefit to the third party. This is merely an adverse repercussion of the implementation of such provisions on the legal position of third parties. In such a situation,

proportionality requires also to weight the factual repercussions of EIMs against the alternative scenario (or counterfactual) of a likely failure, that would, in the end, affect more severely the very same individual rights.

Let me now conclude, by looking into the future, at what it may still be missing in the EU *acquis* on EIMs after the political compromise of the CMDI. Much has been already said, quite rightly, by David in his paper of 2025, and it suffices to refer to it. Yet, to my mind, now that the Unidroit guide on bank liquidation has been finally adopted, the co-legislators may find in the Guide ready-to-use solutions to address most if not all of the shortcomings identified by David. However, what still remains in a surprising cone of shade and is not remedied by the Unidroit guide (whose scope is by design more limited) is the interplay between EIMs, debt restructuring of the bank in bad shape via scheme of arrangements and restructuring plans agreed with the main creditors, the possible use of write down and conversion tool outside resolution as already envisaged by the BRRD, and a potential stay of payments along the lines of what is permitted by Article 74 TUB (such long stay being quite an exception in the international context, though). This would be an important area to look at, at European level, but also at national level, to clarify for instance the current uncertain application to banks' crisis management of the so called "composizione negoziata della crisi" (negotiated crisis solution), which is not an insolvency procedure to the effect of Article 80, paragraph 6 TUB (which for banks has opted out the applicability of alternative general insolvency procedures), and may therefore also come into play for banks, bringing with it the possibility of court's protective measures (and their long and protected stay of payment) as set out in the Insolvency code.

NFT e il fantasma di Sleepy Hollow

MARCO SAVERIO SPOLIDORO
Professore Ordinario di Diritto Commerciale
Università Cattolica del Sacro Cuore

SOMMARIO: 1. NFT e spigolature semi-storiche. – 2. Duplicità o molteplicità della natura degli NFT. – 3. NFT e teoria dei beni. – 4. Prezzo e valore degli NFT (con un riferimento alla possibilità di conferirli in una società di capitali). – 5. Coniazione di NFT e libertà d'espressione del pensiero. – 6. Coniazione di NFT e interferenza con i diritti di proprietà industriale e intellettuale. – 7. Opere dell'ingegno "*NFT Native*". – 8. NFT e disciplina dei mercati (o del gioco d'azzardo)?

1. NFT e spigolature semi-storiche.

Nel 1820, Washington Irving pubblicò una novella, la "Leggenda di Sleepy Hollow", di cui è protagonista il fantasma dello Headless Horseman, un cavaliere di un reggimento tedesco, al servizio della Corona Inglese durante la rivoluzione americana, decapitato da una palla di cannone mentre caricava nel corso di una battaglia, e che continuava ogni notte la sua corsa per le campagne, alla ricerca del suo capo perduto[01].

Anche gli NFT ("non fungibile tokens") continuano a esistere e a far parlare di sé dopo che la *NFT Craze* si è calmata, almeno di fatto[02]. Non diversamente è accaduto per molti

01 La fantasiosa storia del cavaliere decapitato di Washington Irving divenne realtà il 6 agosto 1870, nella carica dei corazzieri francesi contro l'artiglieria montata e la fanteria prussiana (e del Baden) durante la battaglia di Reichshoffen – Wœrth. Il colonnello Henri Lafutsun de Lacarre si trovò decapitato a metà dell'ordine *"Chargez!"* da un colpo di cannone, ma il suo cavallo, imbizzarrito, lo trascinò sul campo di battaglia, ancora ritto in sella, nello spasimo della morte improvvisa, con la sciabola in pugno: v. A. SCARLATTI, *Le morti strane nella storia*, in *Et ab hic et ab hoc*, rist. Torino 1941, vol. VII, p. 181. La corazza dello sventurato Lacarre è esposta al Musée de la Cavalerie di Saumur. Naturalmente, i cantori delle gesta eroiche si impadronirono di questo orribile avvenimento e lo trasformarono in un atto di (involontario) eroismo.

02 Dopo che la febbre degli NFT si è ridotta e si è quasi estinta, proseguono, da un lato, alcune vertenze giudiziarie e, dall'altro, gli studi accademici. In questo scritto prenderò in considerazione solo le "novità" rispetto a M.S. SPOLIDORO, *Dal metaverso ad Acchiappa-citrulli? Riflessioni in tema di NFT*, in *AIDA*, 2022, 518 e ss.

oggetti di speculazioni euforiche nei mercati: per esempio si pensi ai tulipani nel caso della "tulipomania" che, nel Seicento, scatenò pazze e rovinose follie nei Paesi Bassi[03].

Come è successo ai tulipani, anche gli NFT non sono scomparsi del tutto dalla circolazione. Ma il loro fascino è assai diminuito, perché perfino gli sprovveduti sanno ora che la loro maggiore utilità, almeno oggi, è di essere usati per giocare, non solo per guadagnare facilmente (e perdere) denaro, ma anche per noia o per divertimento. Leggiamo in Internet che il cantante Justin Bieber avrebbe perso il 95% di quanto avrebbe investito per acquistare un NFT delle "*Bored Apes*" a causa del "declino" (ma piuttosto si direbbe un crollo!) del mercato del 2022[04]: ma dalle stesse fonti sappiamo che non è andata meglio ad altre personalità come Madonna e altri[05]. Residuano gli NFT usati come *gadget* nelle feste, alle sfilate e nel mondo della moda. Ma il loro sfolgorio è appannato dalle disavventure capitate alle *pop star* che ci hanno rimesso le penne.

2. Duplicità o molteplicità della natura degli NFT.

La caratteristica fondamentale degli NFT è di esser unici, seppure artificialmente, perché unica e non replicabile è la loro registrazione di una *blockchain*[06].

Tale unicità e non fungibilità della registrazione è il presupposto empirico della creazione di un incentivo a giocare con gli NFT, e quindi, eventualmente a scommettere sugli NFT.

Allo stesso tempo, gli NFT sono inevitabilmente una registrazione di qualche cosa che può essere (ed anzi normalmente è)[07] al di fuori di loro, sia esso il "Tondo Doni"[08] di Michelangelo, o una lettera di un epistolario famoso, oppure un personaggio della fantasia come "Zorro", un marchio come "Ferrari", eccetera.

Chiaramente, è il contenuto della registrazione che la rende interessante e appetibile: ma anche questo dato è equivoco, perché possedere la registrazione di una cosa non è lo stesso che possedere la cosa. Per esempio, chi ha pagato profumatamente l'NFT del "Tondo Doni" non possiede affatto il famoso dipinto, che è rimasto agli Uffizi, ma soltanto una registrazione che ha comprato per soddisfare un diverso bisogno: nel mi-

03 Per i riferimenti storici, v. M.S. Spolidoro (nt. 2). 547, spec. in nota 98.

04 V. *The Fall of NFTs: How Much are They Worth in 2025?*, 13 marzo 2025, in *https://ceo-na.com/ceo-life/art-culture/the-fall-of-nfts-how-much-they-worth-in-2025/*.

05 V. *NFT auctions from Beeple, Madonna flop amid crypto crash*, 24 maggio 2022, in *https://nypost.com/2022/05/24/nft-auctions-from-beeple-madonna-flop-amid-crypto-crash/*.

06 Tutto ciò è spiegato con grande chiarezza, da ultimo, nelle pagine iniziali della recentissima sentenza d'appello sulle *bored apes* (proprio loro!): *Yuga Labs Inc. v. Ryder Ripps*, 9th Circuit Court of Appeals, No. 24-879, Op., 6 e ss. (July 23, 2025). V. anche A. Guaccero – G. Sandrelli, *Non fungible tokens (NFT)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2022, I, 824 e ss.

07 A. Guaccero – G. Sandrelli, *op. cit.*, 840.

08 M.F. Tommasini, *NFT o Crypto art. Inquadramento giuridico e prospettive di tutela nel mercato digitale*, in *Jus civile*, 2013, fasc. 3, 615 e ss.

gliore dei casi, quello di sentirsi "unico" grazie all'unicità irreplicabile della registrazione acquistata, o altrimenti quello di giocare speculativamente in un mercato metafisico del tutto aleatorio. Nel quale, tuttavia, si guadagnano o perdono soldi reali[09].

Quindi, la natura degli NFT è duplice o molteplice: gli NFT sono registrazioni, sì, ma pur sempre registrazioni di "altro". Un NFT che non registra nulla, se non sé stesso, può forse esistere in natura, ma non merita attenzione.

3. NFT e teoria dei beni.

In quanto mera registrazione nella *blockchain*, l'NFT non sarebbe un bene, né tanto meno una "cosa". Non sarebbe un "bene", perché una registrazione non è in grado di soddisfare alcun interesse umano (e quindi non è in grado di suscitare una domanda a fronte di un'eventuale offerta), e non è neppure una "cosa" perché non cade sotto i nostri sensi e non occupa uno spazio fisico di cui un uomo si possa appropriare.

Tuttavia, gli NFT sono beni nei limiti in cui sono negoziabili, cioè possono essere oggetto di contratti (normalmente, ma non necessariamente, si tratta di *smart contracts*)[10]. E sono beni incorporali, perché, non occupando uno spazio fisico apprezzabile per l'uomo, per l'uomo sono inafferrabili. Tuttavia, non sono beni immateriali, perché il loro possesso conferisce solo diritti contrattuali creati dagli *smart contract* che li regolano e la legge non riconosce alla registrazione nella *blockchain* efficacia costitutiva di alcun diritto di esclusiva sul *quid* che è oggetto della registrazione.

A ben vedere, come in altri casi avviene, la questione se gli NFT siano o no beni, ed eventualmente in che senso, dipende dalla prospettiva e dal contesto. Le teorie generalizzanti falliscono o si mostrano inadeguate[11] e, in tali condizioni, è preferibile un atteggiamento che guardi al problema che deve essere risolto qualificando in un modo o nell'altro gli NFT.

Se la conclusione che precede sembrasse semplicistica[12], basterebbe dire che, in pratica, il fatto stesso che gli NFT abbiano avuto un mercato (seppur somigliante a una bisca) e siano tutt'ora oggetto di negoziazioni, dimostra che essi sono "beni" in uno dei significati giuridici più ovvi della parola.

---

09 A. Guaccero – G. Sandrelli, *op. cit.*, 863.

10 Nulla vieta, infatti, che gli NFT siano oggetto di contratti tradizionali: cfr. M.F. Tommasini, *op. cit.*, 620. La scelta di un contratto tradizionale è tuttavia non ottimale e inefficiente. Pertanto, l'eventualità che gli NFT siano oggetto di contratti diversi dagli *smart contracts* e di diritti previsti in tali contratti. In tema, v. anche B. Sergiovanni, *Il Non Fungible Token nella cripto-arte: la "recinzione" dell'oggetto digitale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 232.

11 A. Guaccero – G. Sandrelli, *op. cit.*, 841-856.

12 In verità, cito la sostanza di un manuale ancora molto apprezzato: A Torrente – P. Schlesinger, *Manuale di diritto privato*, XXIII ed., Milano, 2017, 184-185. Ovviamente, ciò non vuol dire che la proprietà di una cosa (e anche quella "non proprietà" che è l'esser titolare di un bene immateriale: cfr. S. Pugliatti, *La proprietà e le proprietà* in *La proprietà nel nuovo diritto*, rist., Milano, 1964, 247 e ss.) sia in alcun modo assimilabile alla titolarità di un credito, seppur negoziabile.

4. Prezzo e valore degli NFT (con un riferimento alla possibilità di conferirli in una società di capitali).

In quanto consistente in un'unica e irreplicabile registrazione, ogni NFT è quantomai "raro", cioè privo di alternative fungibili. Se vi fosse – rispetto a questo bene così raro – una domanda sufficientemente motivata, tale bene avrebbe un prezzo: vale a dire il prezzo che sarebbe concordato tra chi domandasse e chi offrisse.

Diversa è la questione se l'NFT abbia anche un valore oggettivamente determinabile: tale questione è cruciale ai fini della questione sceverata in uno scritto recente[13], relativa alla conferibilità degli NFT nelle società di capitali. Infatti, il prezzo di emissione delle azioni o quote di s.r.l. offerte in sottoscrizione – se non sia liberato in contanti – non può essere superiore al valore stimato indipendentemente da un esperto e deve, quindi, essere «suscettibile di valutazione economica».

Nel discutere su questo tema, si deve però tenere conto che la difficoltà della valutazione oggettiva degli NFT non è però qualitativamente o quantitativamente diversa da quella della valutabilità oggettiva dei beni scambiati sui mercati volatili o estremamente speculativi e, se del caso, dei beni di cui non esiste una domanda competitiva. Si tratta dei beni il cui prezzo non riflette un valore oggettivo facilmente determinabile, ma che non per questo sono assolutamente privi di valore.

La questione riguardante il conferimento a capitale degli NFT è perciò da risolvere dal punto di vista dell'esperto che, in sede di valutazione, debba attestare che il prezzo di emissione delle azioni o delle quote sottoscritte da chi apporta gli NFT sia o no interamente coperto, nella parte del capitale e in quella dal sopraprezzo. E non deve essere dimenticata, almeno nel caso delle s.p.a., la verifica successiva degli amministratori e di sindaci.

In conclusione, se, anche nel bel mezzo di una bolla speculativa, fossero conferiti NFT, l'esperto dovrebbe prendere in considerazione la probabilità di un crollo del mercato o del permanere della bolla nell'immediato futuro.

5. Coniazione di NFT e libertà d'espressione del pensiero.

Gli NFT possono essere registrazioni di qualsiasi oggetto "tokenizzato"[14] che sia registrabile in una *blockchain*, e tale registrazione sarebbe, rispetto alla *blockchain*, unica ed originale anche se l'oggetto di tale registrazione (inteso come oggetto intelleggibile al di fuori della catena) fosse già esistente, come il "Tondo Doni" di Michelangelo, o regi-

13 S. Lopopolo, *Sull'ammissibilità del conferimento dei* Non-Fungible Tokens, *nelle Società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2025, I, 94 e ss.

14 Il verbo "tokenizzare" e i suoi derivati possono sembrare brutti, ma lo sono meno dell'orrendo "conionizzare", disgraziatamente utilizzato (con "conionizzazione") nel suo scritto da B. Sergiovanni, *op. cit.*, 249. Se si volesse tradurre il verbo inglese "*to mint*" in italiano, si potrebbe usare il verbo "coniare" e il sostantivo, meno osceno, "coniazione".

strato in un altro registro, come un terreno censito al catasto o un brevetto d'invenzione, oppure in un'altra *blockchain*, e perfino nella medesima *blockchain*.

In tale contesto, si pone la questione se gli NFT possano essere protetti come marchi.

Un punto è da considerare fermo: allo stato attuale, la registrazione di un NFT in una *blockchain* non è idonea a svolgere alcuna delle funzioni della registrazione del marchio negli appositi registri. Nella misura in cui la registrazione degli atti di trasferimento di un marchio registrato non abbia altri effetti che quello di rendere opponibile tale trasferimento nei confronti di un successivo avente causa, la registrazione di un simile atto nella *blockchain* potrebbe costituire prova del contratto (a prescindere dalla registrazione del marchio nella *blockchain*).

Inoltre, in un sistema il cui marchio non registrato è protetto soltanto se ha acquisito per effetto del suo uso, una notorietà qualificata, ed è riconosciuto del pubblico come segno distintivo, la registrazione come NFT non surroga il difetto di tale notorietà e la mancata prova dell'uso.

Non contrasta con queste conclusioni la giurisprudenza che accorda la tutela dei marchi registrati agli NFT registrati, appunto, come marchi negli appositi registri (oltre che nella *blockchain*) o comunque protetti sulla base di un diverso sistema di costituzione del diritto[15].

Infatti, secondo tale giurisprudenza, l'NFT è il prodotto, non il marchio del prodotto. Nel caso delle "*Bored Apes*", le "scimmie annoiate", oggetto di registrazione come NFT, erano anche protette dal Lanham Act come segni idonei a contraddistinguere l'origine del prodotto e dal *common law* come segni distintivi di fatto e come tali sono state valutate.

Il convenuto aveva coniato una nuova collezione di "scimmie annoiate" visibilmente identiche a quelle di chi aveva registrato per primo i corrispondenti NFT: visualmente identiche, si diceva, perché le registrazioni sulla *blockchain* sono e restano non fungibili. Le "scimmie annoiate" di nuovo conio erano offerte nel sito del contraffattore con l'avvertenza che la loro offerta in vendita avveniva con "intenti educativi", cioè come «una protesta e un commento satirico».

La Corte non ha affatto accertato la violazione dei pretesi marchi dell'attrice, ma ha respinto alcune difese del convenuto, fatte valere *in limine litis*.

La Corte d'Appello Federale per il Nono Circuito ha infatti ritenuto che gli NFT siano "beni" e che possano essere protetti dalla legislazione sui marchi, ricorrendone le condizioni. La Corte in particolare, ha respinto l'eccezione del convenuto secondo cui, l'uso di un marchio altrui in funzione distintiva dei propri prodotti sia giustificato dalla dottrina del *fair use* (cioè, in termini europei, dal ricorrere di una limitazione del diritto di marchio), anche se tale uso sia diretto a criticare o a commentare il prodotto del

15 *Yuga Labs Inc. v. Ryder Ripps*, 9th Circuit Court of Appeals, No. 24-879;

titolare del marchio o i suoi usi sul mercato, allorché l'uso del marchio altrui, al di là delle intenzione del convenuto, funzioni come *source identifier.* Tuttavia, la Corte, ha ritenuto di dover rimettere al *trial* – cioè all'istruttoria – la questione se, in concreto l'uso del convenuto interferisse con la funzione distintiva del marchio dell'attore[16]. Pertanto, la decisione conferma che gli NFT possono costituire "beni-merci" e che possono essere contraddistinti da marchi che possono coincidere con l'immagine cui rinvia la registrazione dell'NFT, se quell'immagine è registrata ed è idonea (o è diventata idonea) a contraddistinguere il prodotto NFT.

Altro e separato accertamento riguarda l'interferenza fra tale marchio e un successivo uso di esso come NFT o in altra maniera (per esempio su abbigliamento, gadget, tazze da thè ecc.) di cui si possa asserire, nelle circostanze, l'idoneità a interferire con le funzioni del marchio.

6. Coniazione di NFT e interferenza con i diritti di proprietà industriale e intellettuale.

Alla stessa stregua, ci pare, occorre risolvere il problema della "tokenizzazione" (cioè della registrazione come NFT) di qualsiasi marchio o opera dell'ingegno protetta in quanto tale.

Se infatti è vero che gli NFT sono beni e che la loro vendita o il loro commercio è un uso del contenuto cui la registrazione rinvia, o che essa rappresenta, è del tutto ovvio che lo sfruttamento economico degli NFT (compresa evidentemente la loro compravendita all'asta) possa interferire con un diritto di proprietà industriale o intellettuale.

È il caso deciso con l'ordinanza del Tribunale di Roma nel caso "Juventus", in cui il marchio della famosa squadra di calcio torinese è stato ritenuto violato dalla «produzione, commercializzazione e promozione *on line* delle carte da gioco digitali NFT (*"non fungible token"*) riproducenti i segni distintivi in questione in quanto riportanti la figura dell'ex calciatore Cristiano Ronaldo con la maglia della Juventus e l'indicazione della squadra»[17]. Il Giudice ha infatti ritenuto che, anche in considerazione del carattere rinomato del marchio "Juventus", il suo uso descritto nei termini sopra riportati da parte di un terzo non autorizzato potesse interferire con le funzioni protette del marchio.

Alla stessa stregua, la tokenizzazione di una serie di immagini protette dal diritto d'autore senza il consenso del titolare del diritto, dà luogo a una illecita violazione del diritto di sfruttamento economico dell'opera, essendo tale operazione tipicamente diretta a una futura commercializzazione dell'NFT, come nel caso deciso dalla Huangzhou Internet Court il 22 aprile 2022, Shenzen Qice Diechu Cultural Creation Co., Ltd v. Huangzhou Yuanyuzhou Technology Company[18], che ha ravvisato nel comportamento dell'interme-

16 *Yuga Labs Inc. v. Ryder Ripps*, 9th Circuit Court of Appeals, No. 24–879.

17 Trib. Roma (ord.) 20 luglio 2022, in *Il diritto industriale*, 2022, 487, con nota di A. Rainone, *Uso illecito del marchio altrui sulla* blockchain*: il principio di neutralità tecnologica e la rivoluzione mancata dei registri distribuiti.*

18 Su cui vedi B. Sergiovanni, *op. cit.*, 243.

diario che aveva caricato sulla sua piattaforma degli NFT che riproducevano immagini delle *"Fat Tigers"* (probabilmente un clone cinese delle "*Bored Apes*") una violazione del diritto d'autore spettante al creatore di tale serie.

7. Opere dell'ingegno "NFT Native".

Se è certo che l'idea di tokenizzare un'opera non sia di per sé creativa (con l'ulteriore conseguenza che l'NFT di un'opera protetta non è un'opera derivata nel senso del diritto d'autore), può darsi che un'opera sia creata e "nasca" come NFT[19].

In tal caso, però, a essere protetta è l'opera, non l'NFT che ne costituisce la registrazione.

Se nel contratto (tipicamente uno *smart contract*) che trasferisce la titolarità dell'NFT è previsto che siano trasferiti anche i diritti di sfruttamento economico dell'NFT, o alcuni di essi il trasferimento della registrazione incide sulla titolarità di tali diritti. Tuttavia, ciò non è affatto necessario, poiché il diritto sull'NFT e sull'opera da esso rappresentata possono restare separati.

8. NFT e disciplina dei mercati (o del gioco d'azzardo)?

Gli NFT ai quali è riferito il presente scritto sono esclusi, correttamente, dall'ambito di applicazione del Regolamento (UE) n. 2023/1114 sulle ctipto-attività, che riguarda un fenomeno diverso[20].

Ma il mercato degli NFT è, come si è visto, assai pericoloso, si possono perdere molti soldi e ci sono non pochi "pescecani" in agguato, tra cui le piattaforme. Potrebbe esserci qualche affinità con i casinò, ma vale la pena di far d'ogni erba un fascio e di vietare (con che risultati, poi?) il mercato degli NFT? O di subordinarlo a qualche vigilanza?

Io credo che tra coloro che giocano e speculano sul mercato degli NFT (o su quel che ne resta) e i ludopatici siano percepibili empiricamente delle differenze. Le folle si sono cautelosamente tenute lontane dagli NFT e non mi risulta, da quel che ho letto, che il loro commercio sia un problema socialmente rilevante.

Per tale ragione, non credo che sia necessario impiegare (almeno per adesso) risorse e tempo per regolare il fenomeno e, in definitiva, per proteggere una sottile fascia di super-ricchi, come Justin Bieber o Madonna, da loro stessi.

19 Su cui si veda M.F. Tommasini, *op. cit.*, 614.

20 Si veda un cenno su questo punto in B. Sergiovanni, *op. cit.*, 233.

Licenze digitali e tutela del consumatore nel mercato dell'editoria scolastica. Rapporto di ricerca.*

ANTONIO DAVOLA
Professore associato di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Bari Aldo Moro

GIOVANNI LUCHENA
Professore ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Bari Aldo Moro

LORENZO RODIO NICO
Dottore di ricerca
Università degli Studi di Bari Aldo Moro

SOMMARIO: 1. Introduzione al rapporto di ricerca. – 2. Il mercato dell'editoria scolastica e il funzionamento delle licenze alla luce del Rapporto dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato. – 3. Criticità in relazione all'utilizzo delle licenze. – 4. Licenze digitali: inquadramento giuridico. – 4.1. Il principio della *first sale doctrine*. – 4.2. Il principio dell'esaurimento del diritto d'autore nel contesto europeo: una ricostruzione. - 5. Talune questioni in tema di tutela dei consumatori e competitività del mercato. – 5.1. La protezione del consumatore. - 5.2. L'impatto sulla circolazione dei prodotti e sul mercato secondario dell'editoria.

1. Introduzione al rapporto di ricerca

Il 29 luglio 2025 l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) ha pubblicato il Rapporto preliminare relativo all'esito dell'indagine conoscitiva riguardante il setto-

* Il presente documento è frutto dell'attività scientifica del Gruppo di Ricerca di Diritto dell'Economia dell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro. Responsabile scientifico: prof. Giovanni Luchena.

re dell'editoria scolastica condotta nell'anno 2024 (Indagine Conoscitiva IC57 - Editoria scolastica in Italia, Rapporto preliminare, di seguito: "Il Rapporto").

In tale *Rapporto*, l'AGCM illustra le peculiarità connesse al settore dell'editoria scolastica e alle sue dinamiche di mercato, sia in relazione alle necessità di interesse pubblico inerenti alla protezione del bene giuridico sotteso alla presenza e alla circolazione dei prodotti (il diritto allo studio)[01], sia con riferimento ai peculiari processi di formazione della relativa domanda.

Ad esito della pubblicazione del *Rapporto*, l'Autorità ha dunque aperto una "*call for inputs*", consentendo ai soggetti che vi abbiano interesse di presentare le proprie osservazioni.

Tra i diversi temi analizzati nel *Rapporto* assume particolare rilievo quello delle criticità connesse agli attuali modelli di regime di erogazione e di gestione delle edizioni digitali dei testi scolastici, sia in termini di tutela dei consumatori sia di competitività dei mercati primario e secondario di riferimento.

Il presente rapporto di ricerca - redatto da componenti del Gruppo di Ricerca di Diritto dell'Economia dell'Università degli studi di Bari Aldo Moro - si propone, in risposta alla *call*, di porre a disposizione dell'Autorità alcune preliminari riflessioni critiche in merito a tale fenomeno, con l'auspicio che l'analisi operata possa essere di ausilio nella trattazione di taluni profili di incertezza connessi alla gestione delle licenze digitali.

2. Il mercato dell'editoria scolastica e il funzionamento delle licenze alla luce del Rapporto dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato

Il rapporto redatto dall'AGCM pone in evidenza come a seguito dei processi di digitalizzazione, della progressiva diffusione degli *e-book* e dell'impiego di risorse multimediali, l'acquisto di beni materiali nel settore dell'editoria sia stato progressivamente affiancato (quando non sostituito) da un "sistema" basato sulla concessione di licenze d'uso che, di fatto, non trasferiscono la proprietà del contenuto ma soltanto un diritto limitato e temporaneo di utilizzo.

Nella maggior parte dei casi le licenze sono disciplinate da sistemi di protezione tecnologica definiti *Digital Rights Management* (DRM), che determinano la durata, le modalità e gli strumenti di accesso al contenuto[02].

Di conseguenza, il tema dei DRM, strumenti nati quali forme di contrasto alla pirateria, si è posto in merito agli effetti restrittivi che questi ultimi determinano sull'utilizzabilità dei materiali didattici, atteso che possono impedire la copia, la stampa o il trasferimen-

01 Sul tema del bilanciamento tra diritto allo studio, eccezione d'insegnamento, e tutela del *copyright* cfr. V. Falce, *La spinta adeguatrice della Direttiva Copyright. Il caso dell'eccezione di insegnamento*, in *Riv. di Diritto Industriale*, fasc. 6, 2019, p. 376 ss.

02 T.K. Armstrong, *Digital Rights Management and the Process of Fair Use*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2006, 20, 1, 49-121.

to dei file su più dispositivi[03].

Al fine di agevolare la transizione e garantire una maggiore tutela dei consumatori per ciò che attiene all'editoria scolastica e all'utilizzo di licenze, già con Decreto Ministeriale n. 781 del 2013 il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca aveva raccomandato l'impiego di *standard* aperti e pubblicamente documentati, imponendo agli editori di garantire la possibilità per gli studenti di trasferire i contenuti in caso di sostituzione o di aggiornamento dei dispositivi e di poter continuare ad accedervi anche dopo la conclusione del percorso scolastico[04].

Tuttavia, nel rapporto AGCM si pone in evidenza come tali condizioni risultino frequentemente disattese. Pertanto, ad oggi, sono presenti sul mercato licenze che prevedono scadenze automatiche al termine dell'anno scolastico, collegamenti obbligati a piattaforme proprietarie dei singoli editori e limitazioni d'uso che impediscono l'effettivo riutilizzo delle opere nel tempo.

3. Criticità in relazione all'utilizzo delle licenze

In virtù della peculiare gestione delle licenze digitali nell'editoria scolastica, lo studente viene di fatto privato della possibilità di conservare il materiale acquistato o di riutilizzarlo in anni successivi. Tale imposizione non consente alle famiglie di esercitare un diritto di proprietà effettivo ed esclude ogni possibilità di rivendita o di assegnazione in comodato del prodotto, riducendo il valore economico del bene e accrescendo la dipendenza dagli editori.

L'AGCM osserva che questo modello riproduce una logica di "noleggio forzato" nel sistema scolastico, in contrasto con la finalità pubblica dell'istruzione gratuita e con la sostenibilità economica per le famiglie.

Nel *Rapporto* si evidenzia come la diffusione delle licenze digitali abbia avuto un impatto rilevante anche sul piano concorrenziale, avendo rafforzato il controllo degli editori sull'intera filiera e ridotto la possibilità di impiego dei libri digitali in comodato d'uso o nel mercato dell'usato, a differenza delle versioni cartacee.

La condizione di dipendenza tecnologica che deriva dall'obbligo di accedere ai contenuti attraverso specifiche piattaforme e con credenziali personali limita inoltre la libertà di scelta delle scuole e degli utenti finali, oltre a rendere difficoltosa l'interoperabilità tra risorse di editori diversi, i quali utilizzano i propri sistemi di licenza e i propri DRM incompatibili gli uni con gli altri[05].

---

03 In giurisprudenza, il tema è stato peraltro oggetto – con riferimento al diritto di copia – di una pronuncia del TAR Lazio, Sez. II quater, 02 marzo 2012, n. 2162.

04 All. 1, art. 2 del D.M. n. 781 del 2013.

05 La creazione di un "framework aperto, interoperabile ed espandibile" prevista dal D.M. 781/2013, necessaria per consentire l'uso di contenuti provenienti da fornitori diversi, non è mai stata attuata.

In concreto, quindi, ogni editore opera all'interno di un "ecosistema chiuso", in cui l'accesso, la conservazione e perfino la navigazione dei contenuti sono vincolati alla piattaforma proprietaria, con effetti anticoncorrenziali e di lock-in tecnologico.

Il *Rapporto* pone in evidenza come la diffusione delle licenze digitali non ha comportato - come previsto dal legislatore - un calo dei prezzi e, oggi, i libri digitali risultano solo marginalmente meno costosi rispetto a quelli cartacei, mentre comportano per le famiglie oneri aggiuntivi legati all'acquisto dei dispositivi e alla garanzia di una connessione.

L'Autorità sottolinea che vi è un'assenza di concorrenza reale atteso che i diritti "digitali" non sono scambiabili, non esiste un mercato dell'usato e le scuole non possono stipulare accordi autonomi per il riutilizzo delle licenze[06].

Con riferimento a possibili soluzioni, l'AGCM richiama la crescente importanza delle risorse educative aperte (*Open Educational Resources*, OER), basate su licenze "*Creative Commons*" che consentono la libera consultazione, il riutilizzo e l'adattamento dei materiali didattici. Tali modelli rappresentano per l'Autorità un possibile correttivo alle rigidità del mercato, in quanto favoriscono la diffusione di contenuti educativi accessibili e interoperabili, in coerenza con gli obiettivi di inclusione e di sostenibilità del sistema scolastico[07].

L'AGCM rileva la necessità di una revisione normativa che assicuri maggiore trasparenza contrattuale, interoperabilità tra piattaforme e diritti effettivi di accesso e conservazione per studenti e docenti[08].

4. Licenze digitali: inquadramento giuridico

Il modello di gestione delle licenze ad opera degli editori determina una sostanziale trasformazione del rapporto tra le parti (editore e consumatore, appunto) coinvolte nell'acquisto di libri: tale rapporto – quantomeno per ciò che concerne la versione digitale dei volumi a disposizione degli acquirenti – viene infatti ad assumere i contorni (non di una relazione d'acquisto, ma) di una relazione di servizio; all'acquisto del prodotto (fisico e virtuale) da parte del cliente, la versione digitale dei volumi viene resa a quest'ultimo disponibile soltanto per un determinato lasso di tempo, e a condizioni contrattuali predisposte unilateralmente dall'editore.

Nel corso del tempo il fenomeno è stato oggetto di indagine da parte di dottrina e giurisprudenza comunitaria ed extraeuropea.

06 Il rapporto documenta come diversi progetti di comodato d'uso pubblico di libri digitali siano falliti proprio a causa delle condizioni restrittive imposte dagli editori nei contratti di licenza. In almeno un caso citato (un'iniziativa regionale di fornitura gratuita di e-book scolastici) le clausole contrattuali di non cedibilità e durata limitata hanno impedito la realizzazione del progetto (cfr. §93, 318 e 319 del Rapporto).

07 V. §30 e 95 del Rapporto AGCM.

08 Sul punto cfr. §247-251 (esigenza di interoperabilità tecnica), §319 (tutela dei diritti di accesso e conservazione) e §326 del Rapporto.

Giova, di conseguenza, fornire un breve inquadramento dei principi affermatisi nelle diverse esperienze in relazione al trattamento delle licenze e alle specificità connesse alla circolazione dei prodotti digitali.

4.1. *Il principio della first sale doctrine*

La *first sale doctrine* è un principio che ha origine negli Stati Uniti e che consente a coloro che acquistano la copia fisica di un'opera protetta da *copyright* di disporne liberamente, senza che il titolare dei diritti d'autore o il titolare del marchio debbano autorizzarlo.

Tale principio ha origine dal caso giudiziario *Bobbs-Merrill Co. v. Straus* del 1908[09], nel quale la Corte Suprema ha stabilito che, una volta che il titolare vende una copia del proprio prodotto, il suo diritto di controllare le (ri)vendite successive di quella copia si esaurisce[10]. In particolare, il "diritto di vendere" conferito dallo statuto sul *copyright* tutela solo la prima immissione in commercio (il diritto di riprodurre e vendere le copie), ma non attribuisce al titolare il potere unilaterale di imporre vincoli di prezzo o altre condizioni a terzi che non siano assoggettati a uno specifico vincolo contrattuale.

La *first sale doctrine* è stata successivamente codificata nel *Copyright* Act del 1909 e mantenuta nel 1976 Act[11], il quale ha sancito – in linea con *Bobbs-Merril* – che una volta che il titolare del diritto d'autore abbia venduto la prima copia legittima di un'opera, questi non potrà più controllare le successive rivendite, prestiti o donazioni di quella copia. Il diritto esclusivo di "distribuire" si esaurisce con la prima vendita.

Il principio dell'esaurimento del diritto d'autore/*first sale doctrine* è oggetto di frequente analisi anche in dottrina[12]: in particolare, si è sviluppato nel corso del tempo un filone di ricerca che sostiene che tale principio non possa essere limitato ai soli prodotti fisici, ma debba essere adattato anche al mercato digitale, con la conseguente estensione anche alle licenze digitali. Sul punto, in riferimento al mercato statunitense, è stato osservato che, a causa dell'interpretazione data dalla già menzionata sentenza *Bobbs-Merrill v. Straus* e dai successivi arresti conformi[13], in caso di licenze digitali, diffe-

09 Bobbs-Merrill Co. v. Straus, 210 U.S. 339 (1908).

10 Nella specie il caso faceva riferimento alla rivendita di copie di un libro ad un prezzo inferiore rispetto a quello imposto dal titolare.

11 17 United States Code, § 109. Per una delle prime interpretazioni giurisprudenziali sul punto cfr. Quality King Distribs., Inc. v. L'Anza Research Int'l, 523 U.S. 135 (1998).

12 Cfr. P. MEZEI, *Copyright Exhaustion. Law and Policy in the United States and the European Union*, Cambridge, 2018.

13 Tra le tante può richiamarsi la sentenza Kirtsaeng v. John Wiley & Sons, Inc., 568 U.S. 519 (2013) in materia di applicabilità della *first sale doctrine* alle opere straniere importate negli Stati Uniti (cfr. Harvard Law Review, *Kirtsaeng v. John Wiley & Sons, Inc.*, in *Harvard Law Review*, Vol. 127, Iss. 1, 2013, 348-357). In dottrina, P. MEZEI, *Digital First Sale Doctrine Ante Portas – Exhaustion in the Online Environment*, 2015. Già in precedenza R.A. REESE, *The First Sale Doctrine in the Era of Digital Networks*, in *Boston College Law Review*, n. 200, 2002, 59-60.

rentemente dai prodotti fisici, non avviene un trasferimento della proprietà della copia.

Nel corso del tempo, l'originario orientamento in materia di *first sale doctrine* ha subito diversi processi di espansione e di compressione, senza tuttavia trovare un reale filo conduttore.

Da un lato, con la sentenza *Quality King* e *Kirtsaeng*[14] la Corte Suprema statunitense ha ritenuto che la *first sale doctrine* debba applicarsi anche alle opere protette da *copyright* prodotte e vendute all'estero sotto l'autorità del proprietario del diritto d'autore: tali attività di produzione e vendita, anche se effettuate al di fuori degli Stati Uniti, esaurirebbero il diritto del titolare del *copyright* di controllare l'importazione e la distribuzione (*rectius*, la vendita) di tali opere.

Dall'altra parte, invece, decisioni come *Vernor v. Autodesk*[15] hanno ridotto l'applicabilità della *first sale* quando le opere vengono distribuite tramite licenze e non tramite vere e proprie vendite[16]. In particolare, la Corte d'Appello del Nono Circuito, chiamata a pronunciarsi in relazione ad un *software* della società Autodesk Inc., ha ritenuto che l'accordo di licenza specificasse chiaramente il fatto che agli utenti era concessa esclusivamente una licenza d'uso, imponendo restrizioni significative al trasferimento e all'uso del software e riservandosi la proprietà delle copie del software. Pertanto, dovendosi considerare i clienti di Autodesk licenziatari (*licensee*) e non proprietari (*owners*), questi non avrebbero potuto beneficiare del principio *first sale*. La Corte ha posto in evidenza che, dovendosi ritenere i diritti di un licenziatario esclusivamente definiti dal contratto di licenza, senza un espresso trasferimento di proprietà, costui non potrà rivendicare diritti proprietari[17]. L'autore o il produttore potranno, di conseguenza, continuare liberamente a controllare l'uso, la rivendita e la distribuzione dell'opera[18].

Si ritiene, tuttavia, di segnalare come da tale impostazione consegua che i titolari del

14 Supreme Court of the United States, No. 11-697, decided March 19, 2013.

15 United States Court of Appeals for the Ninth Circuit, Vernor v. Autodesk, Inc., 621 F.3d 1102, 2010.

16 E. Hayes, *Vernor V. Autodesk: Power to the...Producers?*, in *IP Theory*,vol. 2, Iss. 2, 2012; C. Lopresto, *Gamestopped: Vernor v. Autodesk and the Future of Resale*, in *Cornell Journal of Law and Public Policy*,vol. 21, Iss. 1, 2011, 227-246; T. Leong, *When Software We Buy Is Not Actually Ours: An Analysis of Vernor v. Autodesk on the First Sale Doctrine and Essential Step Defense*, in *Nw. J. Tech. & Intell. Prop.*, n. 10, 239 ss., 2012; C. Gillians, *Is This Mine or Yours - The Effect of the Rulings in Vernor v. Autodesk and the Library of Congress on the Determination of Who Owns Software Copies*, in*N.C. J.L. & Tech.*, n. 12,2010, 205 ss.

17 In D.A. Riehl, J. Kassim, *Is Buying Digital Content Just Renting for Life: Contemplating a Digital First-sale Doctrine*, in *William Mitchell Law Review*, Vol. 40, Iss. 2, 2014, gli autori affrontano gli aspetti teorici, i rischi e le proposte di modifica della *first sale* digitale.

18 Cfr. in merito M. Borghi, M. Maggiolino, M.L. Montagnani, M. Nuccio, *Determinants in the Online Distribution of Digital Content: An Exploratory Analysis*, in *European Journal for Law and Technology*, 3, 2, 2012, 23 ss.

diritto di diffusione sarebbero titolari di un "controllo perpetuo"[19] del prodotto, incompatibile con la *ratio* della dottrina dell'esaurimento statunitense, posto che l'impiego di licenze d'uso (analoghe a quelle dei contenuti digitali) consentirebbe alle imprese di evitare l'esaurimento dei diritti e mantenere un controllo contrattuale permanente sul bene.

In una prospettiva di tutela dei consumatori tale impostazione non convince posto che, in modo simile ai DRM, le clausole di licenza imposte dagli editori digitali – laddove si accolga questa impostazione – rischiano di operare come strumenti di segmentazione geografica e di prezzo[20].

In altri termini, il concetto di "proprietà" digitale e la sua coesistenza con il modello delle licenze rischiano nei fatti di neutralizzare l'operatività della *first sale doctrine* negli USA[21].

Ciò innanzitutto perché, come detto poc'anzi, gli orientamenti e gli arresti giurisprudenziali che escludono l'applicabilità della *first sale* ai file digitali sottendono l'idea per cui ogni trasferimento digitale determina la creazione di una nuova copia e, quindi, una violazione del diritto di riproduzione[22].

In secondo luogo, perché l'uso sistematico di licenze contrattuali (*EULA, Terms of Service*) con cui le imprese qualificano la transazione non come vendita ma come concessione d'uso impedisce al consumatore di rivendere o trasferire l'opera: tale impiego strategico delle licenze d'uso per aggirare la *first sale doctrine* viene definito *loophole licensing*[23]. A take riguardo, la giurisprudenza statunitense ha elaborato quattro criteri diversi per distinguere vendita e licenza (*reservation of title*, *agreement controls*, *economic realities, perpetual possession*), ma si è osservato come spesso questi producano esiti incoerenti, confondendo la proprietà della copia con la titolarità del diritto d'autore.

Di fatto, sembra ritenersi sufficiente l'uso della parola "*license*" all'interno del contratto che disciplina l'acquisizione del bene per negare ogni diritto di trasferimento al consumatore, contraddicendo l'originaria previsione del *Copyright Act*[24].

---

19 D. Alvarado, *Seamaster-ing the First Sale Doctrine: A Tripartite Framework for Navigating the Applicability of Section 109(a) to Gray Market Goods*, in *Fordham Intellectual Property, Media and Entertainment Law Fordham Intellectual Property, Media and Entertainment Law Journal*, n. 22,2012, spec. 916 ss.

20 *Ibidem*, 891-895.

21 Sul punto E. Thomas, *The First Sale Doctrine for the Digital Age*, in *Journal of Intellectual Property Law*, n. 32,2025, 100 ss.

22 In particolare,v. la decisione *Capitol Records, LLC et. al. v. ReDigi Inc., et. al.* (S.D.N.Y. 2013), poi confermata in appello *Capitol Records, LLC v. ReDigi Inc.*, 910 F.3d 649 (2d Cir. 2018).

23 E. Thomas, *The First Sale Doctrine*, *supra*, 10.

24 «When a license is granted to a consumer the first sale doctrine does not apply, since the consumer is a licensee and not an owner of a copy»(così E. Thomas, *op. cit.*, 110).

Ciò comporta il vincolo del consumatore ad un "noleggio perpetuo" del bene, con la conseguente scomparsa dei mercati dell'usato, l'aumento del *lock-in* tecnologico e la dipendenza dei consumatori dagli ecosistemi chiusi delle piattaforme[25].

4.2. *Il principio dell'esaurimento del diritto d'autore nel contesto europeo: una ricostruzione*

Così come per il mercato statunitense, una disciplina analoga (ma non identica) si rinviene nel c.d. "esaurimento del diritto di distribuzione" previsto a livello sia di diritto dell'Unione europea (direttiva 2001/29/CE)[26] sia di diritto domestico (art. 17 della Legge sul Diritto d'Autore[27]).

L'espressione deriva dalla circostanza per cui il titolare del diritto d'autore "esaurisce" il proprio diritto di controllo sulla distribuzione di un'opera quando questa viene messa in commercio per la prima volta con il suo consenso all'interno del mercato europeo: se un libro, un CD o un *software* sono stati venduti legittimamente, il titolare del *copyright* non può opporsi alla loro rivendita.

Sul punto sono numerosi gli arresti giurisprudenziali delle corti europee, aventi ad oggetto altresì beni immateriali.

In particolare, una delle decisioni cardine in materia è rappresentata dalla sentenza *UsedSoft v. Oracle* della Corte di giustizia UE (2012)[28], in occasione della la quale il principio dell'esaurimento è stato esteso anche al *software* distribuito *online* purché la licenza sia perpetua, ritenendo che un editore non possa eludere il principio dell'esaurimento del diritto d'autore semplicemente distribuendo opere tramite *download* anziché su supporto fisico (obiettivo conseguito alla luce di un'interpretazione estensiva degli artt. 4 e 5 della Direttiva Software[29]).

Il titolare originario, quindi, non potrà opporsi alla rivendita della copia digitale venduta anche ove fosse espressamente previsto nel contratto di licenza il divieto di trasferimento. A sua volta, qualora l'acquirente originario voglia rivendere la propria copia, dovrà renderla inutilizzabile al momento della cessione al fine di evitare la diffusione illegittima della medesima.

---

25 B.W. Carver, *Why License Agreements Do Not Control Copy Ownership: First Sales and Essential Copies*, in *Berkley Tech Law Journal*, n. 25, 2010, 1887 ss.

26 G. Priora, *Dall'armonizzazione all'interlegalità: la tutela dell'utente finale nella disciplina europea del diritto d'autore*, in E. Chiti, A. di Martino, G. Palombella (eds), *L'età della interlegalità*, Bologna, 2022, 441 ss.

27 Legge n. 633 del 22 aprile 1941.

28 G. Antonino, *Il contratto di licenza d'uso del software dopo la sentenza della Corte Ue UsedSoft vs. Oracle*, in *Il Diritto industriale – Gli speciali*, 2017.

29 Direttiva 2009/24/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2009, relativa alla tutela giuridica dei programmi per elaboratore (Versione codificata) (Testo rilevante ai fini del SEE).

In occasione della pronuncia ora richiamata, la Corte ha inoltre chiarito come ai fini dell'apprezzamento della natura del rapporto non rilevi la qualificazione formale dell'accordo ("licenza" o "vendita") quanto, piuttosto, la "sostanza economica" del trasferimento, in questo differenziandosi significativamente dall'interpretazione statunitense: se la licenza attribuisce un diritto d'uso permanente e contro pagamento, essa equivarrà a una vendita, e comporterà l'esaurimento del diritto di distribuzione.

In tal modo, la giurisprudenza UE ha esteso la nozione di "vendita" anche ai beni intangibili, adottando un'interpretazione più ampia del principio dell'esaurimento ed elaborando una prima nozione di "principio dell'esaurimento digitale"[30].

Si osservi tuttavia, come la portata di tale decisione abbia successivamente subito, per dir così, un ridimensionamento[31] attraverso altre decisioni quali, ad esempio, il caso *Nederlands Uitgeversverbond, Groep Algemene Uitgevers v. Tom Kabinet Internet BV, Tom Kabinet Holding BV, Tom KabinetUitgeverij BV*" (C-263/18)[32].

La controversia riguardava *Tom Kabinet*, una piattaforma online per la rivendita di *e-book*"usati" tra utenti, contestata da alcuni editori olandesi (NUV e GAU), i quali sostenevano come tale attività costituisse una violazione del loro diritto d'autore. In tale occasione, la Corte di giustizia ha stabilito che la rivendita di libri digitali deve avvenire con il consenso dell'editore, costituendo essa una "comunicazione al pubblico"[33]. Nella specie, discostandosi in maniera evidente dalla precedente sentenza *Oracle*, la Corte ha ritenuto che non vi fosse piena equiparabilità tra la vendita di un libro "fisico" e uno "digitale", posto che la Direttiva Software rappresenterebbe una *lex specialis* rispetto alla più generale disciplina della Direttiva InfoSoc: pertanto, i principi desumibili dalla prima non sarebbero direttamente ed autonomamente applicabili alla disciplina gene-

30 Sul tema v. anche C. Sganga, *Il principio dell'esaurimento nel diritto d'autore digitale: un pericolo o una necessità?*, in *Diritto dell'Inf. e dell'Informatica*, fasc.1, 2019, 21 ss.

31 Ad esempio, in CGUE, *Ranks c. Microsoft*, causa C-166/15, 12 ottobre 2016, la Corte ha precisato, richiamando più volte la decisione UsedSoft v. Oracle, che il principio dell'esaurimento non è applicabile alle copie di backup del software.

32 Sul punto C. Sganga, *Digital Exhaustion after Tom Kabinet: A Non-exhausted Debate (June 15, 2020)*, in *T. Synodinou et al* (eds.), *EU Internet Law in the Digital Single Market*, Springer, 2021, 30 ss.; A. Kaiser, *Exhaustion, Distribution and Communication to the Public – The CJEU's Decision C-263/18 – Tom Kabinet on E-Books and Beyond*, in *GRUR International*, vol. 69, Iss. 5, 2020, 489; S. Geiregat, *Digital exhaustion and internal market law: Tom Kabinet*, in *Common Market Law Review*, Vol. 58, Iss. 4, 2021, 1207-1228; S. Ghosh, P. Mezei, *The Elusive Quest for Digital Exhaustion in the US and the EU - The CJEU's Tom Kabinet Ruling a Milestone or Millstone for Legal Evolution?(December 1, 2020)*, in *Hungarian Yearbook of International Law and European Law*, 2020, 249 -275; C. Sganga, *A plea for digital exhaustion in EU copyright law*, in *JIPITEC*, n. 9(3), 2018; E. Tjong Tjin Tai, *Exhaustion and online delivery of digital works*, in *European Intellectual Property Review*, n. 25, 2014, 208 ss.

33 A. Kaiser, *op. cit*. Sul punto si rinvia anche alla sentenza CGUE, C-610/15, *Stichting Brein* (2017).

rale del diritto d'autore[34].

Analogamente – guardando ad alcune esperienze nazionali – nel 2013 il Tribunale tedesco di *Bielefeld* in occasione della sentenza *Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. v. Axel Springer AG*[35] aveva già negato la possibilità di rivendere *e-book*[36], operando una distinzione netta tra programmi per computer (i.e. *software*) e altre opere digitali come romanzi o manuali in formato digitale ai quali e ritenendo a questi ultimi inapplicabile l'interpretazione operata dalla Corte di giustizia in *Oracle*.

Alla luce dei suddetti arresti diviene evidente, dunque, come, nel corso del tempo, la distinzione tra copia fisica e copia digitale abbia progressivamente disarticolato la logica di equilibrio che in precedenza definiva il diritto d'autore, nonché il rapporto tra venditore e consumatore nel mercato.

L'altalenante orientamento giurisprudenziale (europeo e straniero) ha portato la dottrina a sviluppare una corrente di ricerca che, quasi univocamente, ritiene il principio dell'esaurimento - o la *first sale doctrine*, a seconda dei mercati di riferimento - tradizionale non adeguato a disciplinare la vendita dei beni digitali, ponendo in evidenza la necessità di elaborare un'alternativa (normativa o interpretativa) che consenta un'effettiva "cessione digitale" del prodotto, in modo simile a quanto avviene per la vendita fisica[37].

Più in generale, appare necessario sviluppare un sistema idoneo a garantire ai consumatori una proprietà reale dei beni digitali, anche al fine di ristabilire l'equilibrio tra competitività e tutela innovazione garantito dalle soluzioni elaborate per l'era analogica.

5. Talune questioni in tema di tutela dei consumatori e competitività del mercato

Come premesso, l'attuale modello "ibrido" di fruizione affermatosi nel settore dell'editoria, nel quale alla relazione di acquisto della copia fisica dei testi se ne affianca un'altra – parallela e indipendente per obblighi e dei diritti delle parti –di servizio, avente ad og-

34 Così M. Galli, E. Bardelli, *Il mercato secondario degli ebook tra distribuzione, comunicazione al pubblico e principio dell'esaurimento*, in *Media Laws – Rivista di Diritto dei Media*, n. 1, 2020, 266. Cfr. altresì R. Rivaro, *L'applicazione del principio di esaurimento alla distribuzione digitale di contenuti protetti*, in *Giur.comm*, 2014, 1149.

35 Tribunale di Bielefeld (Landgericht Bielefeld), 5 marzo 2013, n. 4 O 191/11, *Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. v. Axel Springer AG*.

36 Ad esempio, in CGUE, *Art & Allposters International BV*, C-419/13, 22 gennaio 2015, la Corte ha concluso che il principio dell'esaurimento non si applica qualora un'opera, originariamente distribuita all'interno del mercato dell'Unione europea in una forma (nel caso di specie un poster), venga poi alterata nel supporto (da poster a tela) e reimmessa in commercio; cfr. G. Carugno, *L'esaurimento del diritto d'autore nell'ordinamento dell'Unione europea: libertà nel mercato unico, tutela delle privative e opere creative intangibili. Considerazioni a margine della recente decisione della Corte di Giustizia sul caso Allposters*, in *amministrativamente.com*, nn.5-6, 2015.

37 S. Reis, *Toward a 'Digital Transfer Doctrine'? The First Sale Doctrine in the Digital World*, in *Northwestern University Law Review*, Vol. 109(1), 2015, 173 ss.

getto la versione digitale del prodotto (la quale viene fornita su licenza)solleva significative incertezze con riferimento sia alla tutela degli acquirenti, sia all'impatto che tale impianto – il quale comprende l'acquisto "pieno" della copia fisica, e la titolarità di un diritto di godimento limitato nel tempo e nelle facoltà sulla copia virtuale[38] – può avere sul mercato dell'editoria scolastica.

5.1. *La protezione del consumatore*

Innanzitutto, è evidente come il modello negoziale sotteso all'erogazione delle licenze (basato sulla predisposizione di clausole contrattuale *standard* ad opera dell'editore/distributore) evidenzi delle criticità nel momento in cui si consideri che l'acquisto di tale prodotto non è "libero" da parte del cliente, ma imposto dai programmi ministeriali che identificano i testi di riferimento. Al contempo – e sul punto si avrà modo di tornare – la previsione di un numero limitato di anni per il godimento della licenza determina la peculiare circostanza per cui il cliente non solo non ha la possibilità di scegliere se e a quali condizioni acquistare il prodotto, ma qualora voglia ottenere la licenza per la copia virtuale potrà farlo esclusivamente attraverso l'acquisto del prodotto dal mercato "primario", posto l'esaurirsi della licenza per le copie fisiche circolanti in un eventuale mercato secondario.

Questo complesso di elementi, idoneo a porre l'acquirente in una posizione di *lock-in* ben più marcata di quella già presente nei modelli di acquisto "*take or leave*" tipici della contrattazione consumeristica, dovrebbe già ritenersi sufficiente a sottoporre i termini di concessione della licenza ad uno scrutinio particolarmente rigoroso, in relazione al potenziale squilibrio di diritti ed obblighi che questi sono in grado di determinare tra il professionista e il consumatore e, dunque, alla luce di un possibile giudizio di vessatorietà ai sensi dell'art. 33 ss. del Codice del Consumo.

La particolare struttura del mercato dell'editoria scolastica, infatti – e, in particolar modo, i vincoli istituzionali cui le famiglie sono soggette nella scelta dei testi di riferimento – suggeriscono una particolare attenzione nello scrutinio dello squilibrio giuridico tra le prestazioni posto che, di fatto, il consumatore è in tale contesto privato del proprio principale strumento di tutela, ossia la possibilità di "non aderire" al contratto, cercando alternative sul mercato.

Il tema acquisisce ulteriore rilievo anche in considerazione del fatto che l'attuale sistema attribuisce – stante la posizione "vincolata" dell'acquirente – un sostanziale arbitrio, in capo all'editore, in relazione a possibili variazioni inerenti al regime di godimento e di fruizione dei contenuti virtuali cui gli utenti avrebbero dirittoad operare in vigenza della licenza.

Tali variazioni, peraltro, sono suscettibili di manifestarsi non solo per il tramite di mo-

38 Sul tema, oltre ai riferimenti presenti in altre sezioni del lavoro, cfr. A. Musso, *L'impatto dell'ambiente digitale su modelli e categorie dei diritti d'autore o connessi*, in *Riv. Trim. Dir. e Proc. Civ.*, fasc. 2, 1, 2018, 471.

difiche del regime formale di utilizzo contrattualmente previsto (ad esempio, riducendo gli anni di fruizione della licenza o le condizioni a cui questa è attribuita), cosa che consentirebbe l'attivazione degli strumenti di tutela consumeristica ma, altresì, di modifiche operate al funzionamento delle piattaforme – anch'esse, proprietarie – di cui l'acquirente deve avvalersi per consultare il prodotto offerto su licenza: è possibile, ad esempio, che l'editore decida, incidendo sui meccanismi di funzionamento dell'applicazione o della piattaforma di accesso agli *e-book*, di "disabilitare" la funzione di copia di estratti del prodotto concesso su licenza, di modifica/sottolineatura degli stessi ovvero ne inibisca la stampa.

Tali scelte, suscettibili di incidere anche su aspetti non espressamente disciplinati in sede di contratto di acquisto del prodotto fisico (e, conseguentemente, del prodotto virtuale su licenza) si prestano con ogni evidenza a condizionare *by design* la fruizione di un prodotto in modo difforme rispetto a quanto avviene per la propria "controparte" cartacea, arrivando persino a precludere all'acquirente l'esercizio di una serie di facoltà che sono, peraltro, strettamente funzionali alle finalità per le quali il prodotto è acquistato dal cliente: attività come la stampa, la sottolineatura e l'annotazione di un testo sono intuitivamente propedeutiche ad un'adeguata attività di studio, e, in questo senso, esse contribuiscono a valorizzare la funzione stessa dell'interesse pubblico tutelato.

Da tale punto di osservazione, la concessione di un prodotto su licenza all'interno di un contesto privo di confini alla discrezionalità dell'editore nella definizione dei servizi minimi che la piattaforma di accesso alla risorsa debba offrire agli utenti, ovvero che impedisca variazioni "in corso d'opera", si presta a comprimere i diritti dei consumatori connessi alla funzione sociale del prodotto[39].

Viene in evidenza la già richiamata esperienza statunitense in materia di *DRM*, laddove si è osservato come una gestione non regolata delle piattaforme di accesso e delle licenze (sovente giustificata dal produttore sulla base di ragioni di tutela del *copyright*) sia suscettibile di ostacolare il diritto degli utenti di esercitare libertà tradizionalmente riconosciute nell'utilizzo dei prodotti acquistati: copiarne i contenuti per uso persona-

39 Cfr. A. Geraci, *I Digital Rights Management tra diritti contrattuali e autotutela privata*, in *Il Diritto Industriale*, 5, 2016, 451 ss.

le, "migrarne" i dati su altri dispositivi o semplicemente conservarli nel tempo[40].

Non solo: in determinate circostanze (ad esempio, in presenza di una pluralità di studenti all'interno di un medesimo nucleo familiare, ovvero qualora uno studente si trovi a dover ripetere la frequentazione di un anno scolastico), la predisposizione unilaterale di un modello di licenza temporalmente limitato rischia, in assenza di vincoli normativamente previsti, di precludere all'utente il riutilizzo della risorsa, comportando la necessità di un riacquisto della medesima, a fronte di un prodotto in versione cartacea già posseduto e un ulteriore aggravio dei costi da questi sostenuti. Il tutto, peraltro, a fronte di modifiche che di anno in anno appaiono essere minime e potrebbero risultare, di fatto, inidonee a giustificare un riacquisto.

Da ultimo, ed in relazione proprio a tale ultimo aspetto, si osservi come il modello di gestione temporalmente vincolata delle licenze, oltre tutto, privi l'acquirente della possibilità di apprezzare contestualmente le variazioni – in miglioramento, o in peggioramento – del prodotto, intercorse tra un'edizione digitale e l'altra, sia con riferimento ai contenuti del testo fornito in licenza, sia in relazione ad eventuali modifiche operate al funzionamento della piattaforma e nelle opzioni di interazione proposte all'utente (utilizzo di *link* esterni, collegamenti di approfondimento, etc.); ancora una volta, le ricadute di tali situazioni possono ridurre la facoltà del consumatore di sviluppare una consapevolezza critica funzionale al proprio atto d'acquisto.

5.2. *L'impatto sulla circolazione dei prodotti e sul mercato secondario dell'editoria*

Le implicazioni dell'attuale gestione del modello di concessione su licenza delle versioni digitali dei testi non si limitano soltanto ad una compressione dei diritti degli acquirenti in relazione al godimento personale della risorsa, ma si proiettano anche sulla circolazione dei prodotti stessi nel corso del tempo.

Risulta evidente, infatti, come, una volta esauritosi il diritto di godimento connesso alla licenza digitale, la trasmissione del prodotto cartaceo cui esso è abbinato risulterà ontologicamente "parziale", in quanto un eventuale secondo proprietario (a titolo oneroso o gratuito che sia) non potrà accedere a tutte le risorse poste a disposizione del primo

40 Particolarmente significativo, in tale contesto, è stato il c.d. "caso Sony" del 2005,il quale ha dimostrato chiaramente come gli strumenti di tutela del copyright *by design* basati su limitazioni della licenza d'uso siano suscettibili di favorire abusi in danno agli utenti: cfr. A. PERZANOWSKI, D. MULLIGAN, *The Magnificence of the Disaster: Reconstructing the Sony BMG Rootkit Incident*, in *Berkeley Technology Law Journal*, Vol. 22, Iss. 3, 2007, 1157-1232. Per la dottrina nazionale, si interrogano sul tema del rapporto tra DRM e protezione dei diritti degli utenti – con particolare riferimento al potenziale regolatorio delle *Distributed Ledger Technology* – N. MUCIACCIA, S. LOPOPOLO, *Prime riflessioni sul rapporto tra NFT e proprietà intellettuale*, in *Dir. dell'Inf. e dell'Informatica*, fasc.4-5, 2022, 893 ss.; nonché, in termini più generali, M. GRANIERI, *Drm vs. Diritto d'autore: la prospettiva dell'analisi economica del diritto giustifica una protezione assoluta delle opere dell'ingegno di carattere creativo?*, in R. CASO (a cura di), *Atti del Convegno "Digital Rights Management. Problemi teorici e prospettive applicative"* tenuto presso la Facoltà di Giurisprudenza di Trento il 21 ed il 22 marzo 2007, Trento, 2008, 85 ss.

acquirente e, anzi, risulterà privato *in toto* della disponibilità dell'edizione digitale del volume di interesse.

Questo aspetto assume particolare rilevanza nel settore dell'editoria scolastica, proprio in relazione al particolare *status* acquisito dal mercato secondario di rivendita dei testi. La "salute" del cosiddetto «secondo mercato» (intendendosi come tale il mercato dell'usato dei libri scolastici – sia presso librerie che svolgono questa attività, sia presso fenomeni periodici quali i "mercatini dell'usato"), la cui centralità è riconosciuta persino dalla stessa Associazione Italiana Editori in occasione dei diversi *report* relativi allo stato dell'editoria italiana[41], rischia infatti di essere profondamente incisa dalla creazione, da parte degli editori medesimi, di condizioni di artificiale indisponibilità di una componente strutturale dell'offerta, derivante dall'impossibilità di far circolare nel tempo le licenze alle medesime condizioni in cui questo avviene per i prodotti cartacei.

Non solo: *a fortiori,* la riduzione dell'operatività del mercato secondario si presta ad avere evidenti implicazioni sul bilancio familiare dei consumatori, obbligati ad acquistare i prodotti esclusivamente sul mercato "primario" per non perdere l'opportunità di accedere alle copie digitali dei volumi e, di conseguenza, vincolati ulteriormente nelle proprie scelte in quanto costretti a sostenere un costo che sarà intuitivamente più alto di quello cui sarebbero esposti accedendo al mercato dell'usato per un prodotto analogo.

Non per caso, da tempo la dottrina (ancora una volta, principalmente quella statunitense) che si è occupata del tema della digitalizzazione dei libri[42] ha sottolineato – anche al di fuori del circuito dell'editoria scolastica[43] – i rischi connessi all'infungibilità delle licenze in termini di tutela degli utenti e di buon funzionamento del mercato: tra le diverse soluzioni proposte in merito al fenomeno si è suggerita, ad esempio, la creazione di un mercato secondario per le licenze di uso – similmente a quanto già avviene in determinati settori come quello della rivendita di biglietti per eventi e concerti – soggetto a regole e *standard* che possano prevenire la circolazione di copie in violazione del *copyright* degli editori[44].

41 Reperibile all'indirizzo https://www.aie.it/Cosafacciamo/Studiericerche/Pubblicazioni.aspx

42 Cfr. R.A. Geist, *A License to Read: The Effect of E-Books on Publishers, Libraries, and the First Sale Doctrine*, in *Idea*, Vol. 52, 2012, 63; W. Houkes, *Licensed to Share: How (Not) to Re-Balance Rights for Digital Goods*, in *JRE*, Vol. 26, 2018,209; L. Li-Chih,*The Impact of Restrictive Licensing on the Second-Hand Market for Digital Copyrighted Goods*, in *Soochow Law Review*, Vol. 28, Iss. 3, 2017, 133-165; K. Cobb, *The implications of licensing agreements and the first sale doctrine on US and EU secondary markets for digital goods*, in *Duke J. Comp. & Int'l L.*, Vol. 24, 2013,529.

43 S. Reis, *Toward a "Digital Transfer Doctrine"?*, cit. e, più di recente, E. Thomas, *The First Sale Doctrine*, op. cit., 100.

44 Sui rischi di natura anticoncorrenziale connessi al *vacuum* normativo in materia di disciplina del mercato secondario dell'editoria, v. A. Ghose, M.D. Smith, R. Telang, *Internet Exchanges for Used Books: an Empirical Analysis of Product Cannibalization and Welfare Impact*, in *Info Sys Res*, 2006, 3; e, già in precedenza, W. Gordon, *Intellectual Property as Price Discrimination: Implications for Contracts*, in *Chi-Kent Law Review*, 1998, 1367.

Una soluzione di tal genere consentirebbe di garantire una maggiore disponibilità di opzioni d'acquisto – e, di conseguenza, rispondere alle differenti disponibilità economiche– ai nuclei familiari; al contempo, favorirebbe una maggiore e migliore competitività nel settore dell'editoria scolastica, consentendo lo svilupparsi di un mercato secondario pienamente efficiente e utile a promuovere altresì una genuina *competition on the merits* nella gestione dei costi e nella predisposizione del contenuto delle nuove edizioni da parte degli operatori sul mercato primario.

Gli strumenti di enforcement degli obblighi di Due Diligence*

EMANUELE RIMINI
Professore ordinario di Diritto commerciale
Università degli Studi di Milano

SOMMARIO: 1. L'evoluzione della *governance* sostenibile nell'Unione europea. – 2. L'ampliamento della responsabilità di impresa nella *CSDDD*: diritti umani, ambiente e catena del valore. – 3. Le sfide operative legate all'attuazione della *CSDDD*. – 4. Il difficile rapporto tra l'utilizzo di approcci coercitivi e premiali. – 5. La necessità di considerare le PMI in un'ottica di differenziazione rispetto alle imprese di grandi dimensioni. – 6. L'approccio della *CSDDD* in materia di vigilanza, sanzioni e tutele. – 7. Alcune ulteriori considerazioni sulle più evidenti criticità della *CSDDD* ed uno sguardo all'autodisciplina settoriale. – 8. L'impatto dell'*Omnibus Package*. – 9. *Governance* sostenibile e futuro dell'Europa.

1. L'evoluzione della *governance* sostenibile nell'Unione europea

L'8 marzo 2018 la Commissione europea ha pubblicato *l'Action Plan Financing Sustainable Growth*[01]: un elaborato *dell'High Level Expert Group on Sustainable Finance*. All'interno del documento assume particolare rilevanza – ai fini che qui interessano – la c.d. "*Action* 10", rubricata *"Fostering sustainable corporate governance and attenuating*

* Relazione al Convegno "Impresa e sostenibilità ESG dopo la Direttiva UE 2024/1760 (CSDDD). Alla ricerca di una sostenibilità sostenibile", organizzato dalla Associazione Gian Franco Campobasso presso l'Università del Molise (Termoli), 27 e 28 giugno 2025.

01 Il documento è consultabile all'indirizzo *https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097*.

short-termism in capital markets"[02], finalizzata a promuovere un modello di *governance* societaria orientata nel lungo periodo e volta alla realizzazione di una economia più sostenibile in grado di consentire alle imprese di adottare tutte le strategie necessarie per *i) develop new technologies, ii) strengthen business models* e *iii) improve performance.* Tuttavia, come si legge all'interno del paragrafo 4.2. del Piano di azione, sebbene varie società abbiano già da tempo conformato le proprie strategie di *governance* a tali obiettivi, resta ferma la consapevolezza del fatto che le "*short-term market pressures*" possano rendere difficoltoso l'allungamento dell'orizzonte temporale nelle decisioni imprenditoriali.

L'impatto di tali statuizioni, così come di quelle poi racchiuse nella Direttiva UE 2024/1760 (d'ora innanzi, *CSDDD*)[03], è – d'altra parte – trasversale, in quanto riguarda tanto le imprese che hanno sede legale e direzione generale in un Paese dell'Unione europea, quanto quelle che, pur non avendole, possiedono un fatturato rilevante in Europa.

Si tratta, in tutti i casi, di un percorso, decisamente travagliato, che è stato ed è – forse ancor più – al centro di un ampio e contrastato dibattito dal momento che l'imposizione di prescrizioni stringenti in materia *ESG* è stata considerata da alcuni attenti osserva-

02 Così recita l'"*Action* 10" (*Fostering sustainable corporate governance and attenuating short-termism in capital markets*): *"1.To promote corporate governance that is more conducive to sustainable investments, by Q2 2019, the Commission will carry out analytical and consultative work with relevant stakeholders to assess: (i) the possible need to require corporate boards to develop and disclose a sustainability strategy, including appropriate due diligence throughout the supply chain, and measurable sustainability targets; and (ii) the possible need to clarify the rules according to which directors are expected to act in the company's long-term interest. 2.The Commission invites the ESAs to collect evidence of undue short-term pressure from capital markets on corporations and consider, if necessary, further steps based on such evidence by Q1 2019. More specifically, the Commission invites ESMA to collect information on undue short-termism in capital markets, including: (i) portfolio turnover and equity holding periods by asset managers; (ii) whether there are any practices in capital markets that generate undue short-term pressure in the real economy".*

03 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, consultabile all'indirizzo *https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2024/1760/oj?locale=it*.

tori una forma di vero e proprio "imperialismo economico"[04] e, al contempo, un freno alla competitività delle imprese comunitarie a livello globale. Un dibattito che si è decisamente rivitalizzato anche dopo la approvazione della *final version* della *CSDDD*, a seguito delle nuove elezioni comunitarie e soprattutto a causa delle purtroppo sempre maggiormente estese instabilità geopolitiche su scala ormai planetaria.

Il contenuto della Direttiva – che alla base, proprio in considerazione della poc'anzi richiamata *Action* 10, aveva l'obiettivo del *"Fostering sustainable corporate governance and attenuating short-termism in capital market"* da meglio perseguire attraverso la possibilità di pretendere dai vertici delle organizzazioni imprenditoriali presi in considerazione dall'atto normativo unionale la esternazione delle scelte adottate e dei presidi conseguentemente predisposti in materia di sostenibilità (latamente intesa) mediante la elaborazione di una "*due diligence*"[05] - avrebbe dovuto abbracciare l'intera "*supply chains*" e pervenire ad una misurazione dei *target* di sostenibilità. Effettuate queste preliminari considerazioni, i pilastri fondanti della *CSDDD* possono essere così agevolmente descritti: *i)* un processo di *due diligence risk-based; ii)* l'adozione di un piano di transizione climatica*; iii)* l'introduzione di meccanismi specifici di *enforcement; iv)* l'implementazione di misure di accompagnamento e sostegno da parte della Commissione.

La Direttiva è entrata formalmente in vigore il 25 luglio 2024 e ha rappresentato – non sembra proprio una casualità – uno degli ultimi atti approvati nella fase terminale della penultima legislatura europea, a seguito di un compromesso raggiunto politicamente *in extremis*, ed era stato previsto che dovesse entrare in vigore negli Stati membri attraverso leggi interne di attuazione entro il 26 luglio 2026. Nonostante ciò – come è risaputo – dopo l'insediamento della nuova Commissione europea, pur sempre presie-

04 Si tratta di una serie di discussioni così accese da aver condotto più di qualcuno a considerare che il tragitto intrapreso dalla Unione europea e prima ancora di quest'ultima, da Germania e Francia fosse al centro di un fenomeno di autentico reflusso. Alcuni osservatori, soprattutto dopo la emanazione del c.d. provvedimento "plurifasico", denominato *Omnibus Package* (di cui, si tornerà a dire), hanno senza mezzi termini parlato di un percorso e di una Direttiva – la *CSDDD* – in stato di "coma farmacologico". Cfr. Davies, Emmenegger, Ferrarini, Hopt, Opalski, Pietrancosta, Recalde Castells, Roth, Schouten, Skog, Winner, Wymeersch, *The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, 2021, *in https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/wp-content/uploads/2022/01/2021_ecgi_19-april-2021_corporate-due-diligence.pdf*; Enriques, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability; Stakeholder – Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. Soc.*, 2021, 319 ss.; Malberti, *The Corporate Sustainability Due Diligence Directive: European Neo-Imperialism or an Innovative Approach to Tackling Abuses in Global Supply and Value Chains?*, consultato per cortesia dell'Autore e in corso di pubblicazione in *Revue Juridique Thémis de l'Université de Montréal*.

05 Una espressione non del tutto felice, se si pone mente a cosa si descrive con questo termine, nei processi diffusissimi nella prassi, di *M&A*, verosimilmente adottata utilizzando la "lingua inglese di *Bruxelles*": la efficace locuzione è stata utilizzata da Carlo Angelici, nel corso della Presidenza della prima sessione pomeridiana del Convegno, *Impresa e sostenibilità ESG dopo la Direttiva UE 2024/1760 (CSDDD). Alla ricerca di una sostenibilità sostenibile*.

duta da Ursula von der Leyen (e in seguito all'aggravarsi su scala mondiale delle frizioni geopolitiche a cui si è già fatto cenno) il termine per il recepimento da parte degli Stati membri è stato successivamente prorogato al 26 luglio 2027, per effetto del provvedimento noto con l'appellativo di *"Omnibus Package*, fase 1- *Stop the clock"*, volto a concedere più tempo ai Paesi membri e ai soggetti destinatari della Direttiva per adeguarsi a fonti normative (che in realtà non riguardano soltanto la *CSDDD*, ma anche la precedente, e per di più un aspetto, problematicamente sovrapponibile, Direttiva UE 2014/95, denominata *Corporate Sustainability Reporting Directive*, d'ora innanzi, CSR, oltre che la c.d. *Taxonomy Regulation*) probabilmente dalle maglie ottimisticamente troppo strette.

La prima fase di applicazione della *CSDDD* è per il momento attesa a partire dal 26 luglio 2028, secondo un approccio graduale e differenziato in funzione del duplice parametro delle dimensioni e della tipologia delle imprese coinvolte. Questa impostazione risulta assolutamente in linea con la struttura finalmente approvata della Direttiva, posto che le misure da essa contemplate avrebbero dovuto applicarsi con una diversa scalettatura temporale non solo alle società con decrescenti soglie legate sia al numero dei dipendenti, sia al fatturato netto, aventi sede legale e direzione generale in un Paese membro dell'Unione europea, ma anche alle società che, pur non avendole, realizzano un *net turn over* rilevante all'interno del vecchio continente.

Ad ogni modo la Commissione Europea, *rebus sic stantibus*, risulta ancora tenuta a presentare entro la data del 30 luglio 2030 una relazione al Parlamento Europeo – che potrebbe accompagnarsi ad una proposta legislativa – per valutare l'attuazione e soprattutto gli effetti della *CSDDD* su vari versanti, tra i quali: *i)* l'impatto sulle PMI; *ii)* la ampiezza del perimetro soggettivo della Direttiva – e quindi la cerchia delle imprese da essa vincolate – nonché una eventuale revisione delle soglie; *iii)* la individuazione dei settori ad alto rischio ed infine *iv)* la ipotetica ridefinizione del concetto di "*chain of activities*"[06].

2. L'ampliamento della responsabilità di impresa nella CSDDD: diritti umani, ambiente e catena del valore

Lo scopo prefissato a livello unionale è decisamente chiaro: stimolare una reazione da parte delle imprese che operano sul mercato europeo rispetto agli impatti negativi sui versanti dei diritti umani e dell'ambiente, in quanto gli *adverse impacts* sul fronte dei diritti umani possono indirettamente coinvolgere la dimensione ambientale.

06 Questa è la definizione utilizzata dal legislatore europeo, che ha preferito non esprimersi in termini di "*supply chain*". Così facendo quest'ultimo ha senz'altro conferito rilevanza giuridica ad una nuova "dimensione imprenditoriale", che meriterebbe di essere approfondita analiticamente, frutto dell'esplicito collegamento attuato tra i gruppi di imprese e coloro che fanno parte delle relative "catene di attività". Su tali interessanti aspetti si è soffermato Santagata, *Gestione sostenibile dei gruppi e "catene di attività*": questo il titolo della relazione presentata al Convegno: *Impresa e sostenibilità ESG dopo la Direttiva UE 2024/1760 (CSDDD). Alla ricerca di una sostenibilità sostenibile*.

La *CSDDD* ha adottato, in proposito, un approccio estensivo con riguardo alla responsabilità di impresa, avendo riguardo non soltanto alla organizzazione di gruppo che può caratterizzare il *business model* (e quindi coinvolge direttamente pure le cc.dd. *subsidiaries*, che potrebbero di frequente trovarsi anche molto lontane geopoliticamente tra loro), ma anche la schiera dei *business partners*, originariamente posizionati – sia *up-stream,* che *down-stream* – lungo la *chain of activities*. Va anticipato sin d'ora che con l'entrata in vigore della fase 2 dell'*Omnibus Package*, ci si riferirà ai soli *"direct suppliers",* ovvero ai fornitori diretti situati a monte della catena di attività[07], con la finalità di assicurare, da intendersi come una "obbligazione di mezzi"[08]: *i)* il c.d. *stakeholder engagement*, senza trascurare – in tal senso è *self explicative* l'art. 3(1)(n) della *CSDDD* – le *civil society organizations*; *ii)* un sistema di notifiche per recepire le segnalazioni di coloro che hanno informazioni o preoccupazioni in merito a *actual or potential adverse impacts*; *iii)* il rispetto di modalità specifiche di *reporting*[09]; *iv)* la elaborazione e l'attuazione di un *transition plan to address climate change*. Conviene sottolineare che quest'ultima previsione che dava luogo – lo si ribadirà nel prosieguo – all'imposizione di un obbligo specifico a carico dei vertici gestionali delle società coinvolte[10], con l'entrata in vigore dell'*Omnibus Package*, verrà sensibilmente ridimensionata.

3. Le sfide operative legate all'attuazione della *CSDDD*

Nascono quindi le evidenti criticità, a cui si è in parte già fatto cenno, sia in termini di duplicazioni e complessità degli adempimenti da eseguire e rispettare, sia dal punto di vista della lievitazione dei costi gestionali. Oneri oltre modo consistenti, che rilevano su diversi piani: e più precisamente, su quelli: *i)* degli impatti *ESG*; *ii)* della *disclosure* sui temi dei *labour rights*; *iii)* dello *stakeholder engagement*; *iv)* della *due diligence* sulle catene di valore; nonché, *v)* della *corporate governance* e della *corporate strategy,* le quali coinvolgono evidentemente: a) il *reporting* sui controlli di sostenibilità (e potrebbero fare emergere l'opportunità di nominare un dirigente a ciò preposto); b) l'*accountability*, e cioè la consapevolezza, e quindi non solo la trasparenza, a proposito del dovere di agire informati a livello consiliare alla stregua di quanto impone all'interno del nostro ordinamento l'art. 2381, ultimo comma, c.c.; e da ultimo c) la responsabilità da allocare all'interno dell'assetto organizzativo prescelto sulla *business conduct* globale.

07 Quindi si dovrà ragionare, più semplicemente in prospettiva *up-stream.*

08 In questo senso assume esplicito rilievo il Considerando 73, nonché l'art. 5 della *CSDDD*, rubricato, non per caso, "Dovere di diligenza".

09 Un aspetto che crea un *overlapping* evidente, e dunque una palese necessità di coordinamento con la *CSR*.

10 Si noti che nelle organizzazioni di gruppo si potrebbe, più che legittimamente, prevedere che il compito di predisporre la "*due diligence* di sostenibilità" venga affidato ad una delle società che rientrano all'interno del perimetro della direzione e coordinamento, come opportunamente riferito da Santagata, *"Gestione sostenibile dei gruppi e "catene di attività"* al Convegno *Impresa e sostenibilità ESG dopo la Direttiva UE 2024/1760 (CSDDD). Alla ricerca di una sostenibilità sostenibile*.

In questo modo la Direttiva impone alle imprese comunitarie – e non – dalla medesima interessate, di identificare[11] i rischi generati e i rischi subiti, soppesando vuoi l'impatto dell'azione imprenditoriale sui fattori di *ESG*, vuoi il modo con cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento della attività imprenditoriale, descrivendo il quadro con modalità comprensibili, pertinenti, verificabili, comparabili e soprattutto senza opacità o addirittura manipolazioni (da autentico *greenwashing*)[12], specificando, ancor più in particolare, i rischi riguardanti i diritti umani e l'ambiente che si riscontrano nelle *business operations* estensivamente intese. Il tutto con la ulteriore finalità di convogliare questo processo, decisamente articolato – e, come si è posto in risalto, non di mera mappatura dei rischi (posto che sono stati richiesti comportamenti proattivi che sfociano in doveri di condotta specifici a carico dei gestori delle imprese) – all'interno delle *policy* interne (e dunque intervenendo non soltanto sugli assetti organizzativi, ma pure su quelli amministrativi) e quindi sui c.d. *management systems*.

Le procedure amministrative interne dedicate alla *due diligence* in tema di *corporate*

11 E qui rileva l'ormai rinomato criterio della c.d. "doppia materialità".

12 Cfr. il Considerando n. 11 del *Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088*, in *https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852* e la Direttiva (UE) 2024/825 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 febbraio 2024, *che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione,* in *https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2024/825/oj?locale=it*. In una prospettiva più ampia, parlare di *greenwashing* significa anzitutto disquisire su un fenomeno dalle molteplici sfaccettature e che volgarmente è stato definito come "ambientalismo di facciata". In tal senso Condemi, Greenwashing*: cos'è e come difendersi*, in *https://www.agendadigitale.eu/smart-city/greenwashing-cose-e-come-difendersi/*, 4 agosto 2022. Si tratta di sfaccettature la cui esistenza è testimoniata anche dagli innumerevoli contributi dedicati al tema che, di fatto, trascendono i confini nazionali. La letteratura in proposito è, quindi, particolarmente ampia. Pare tuttavia utile richiamare – a titolo meramente esemplificativo - Vieira de Freitas Netto, Falcão Sobral, Bezerra Ribeiro, Da Luz Soares, *Concepts and forms of greenwashing: a systematic review*, in *Environ Sci Eur*, ma agilmente consultabile al *link* in *https://link.springer.com/article/10.1186/s12302-020-0300-3*, 2020, 6, ove si legge anzitutto che il termine *greenwashing* è stato coniato per la prima volta nel 1986 da Jay Westervelt, e si sottolinea il fatto che molti dizionari definiscono il fenomeno: *"Webster's New Millennium Dictionary of English defines greenwash as 'practice of promoting environmentally friendly programs to deflect attention from an organization's environmentally unfriendly or less savoury activities'. In 1999 the term was added to the Concise Oxford English Dictionary, that defines it as: 'Disinformation disseminated by an organization so as to present an environmentally responsible public image; a public image of environmental responsibility promulgated by or for an organization, etc., but perceived as being unfounded or intentionally misleading'". Ciò che viene rimarcato è che, comunque "According to Lyon and Montgomery, there is no rigid definition of greenwashing due to its multifaceted nature".* Anche al di fuori del contesto strettamente dottrinale, il fenomeno ha suscitato e continua a suscitare un grande interesse: cfr. Stecconi, Greenwashing, *quanto è diffuso e come si contrasta in Italia e in Europa,* in *https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/04/04/greenwashing-normative-regolazione/?refresh_ce=1,* 4 aprile 2024; Argentesi, Rapporto Greenwashing*: i numeri – ingannevoli – del marketing "verde",* in *https://ilgiornaledellambiente.it/rapporto-greenwashing-2025/*, 21 maggio 2025.

sustainability dovrebbero comunque: *i)* descrivere l'approccio della impresa (e più frequentemente di un gruppo di esse) nei confronti della *due diligence* stessa, seguendo criteri prudenziali, volti a tener adeguatamente conto dei seguenti fattori di rischio: a) quello delle *business operations*; b) quello del contesto, non solo logistico, in cui si agisce; c) quello del *level of law enforcement* al manifestarsi dei possibili *adverse effects*; d) quello legato alla natura e tipologia dei prodotti e dei servizi offerti e, più in generale, del settore in cui si opera; e) ed infine quello del c.d. "*scoping exercise*", se il *business partner* non è direttamente sottoposto alla *CSDDD*[13]; *ii)* elaborare un codice di condotta che descriva le regole e i criteri da seguire tra la impresa, le sue *subsidiaries* e i suoi *business partners* e la descrizione del procedimento messo in opera per inserire la *due diligence* nelle *policy* aziendali ritenute rilevanti; *iii)* individuare i presidi adottati per verificare il rispetto – ossia, la *compliance* – del codice di condotta adottato e da estendere ai *business partners*[14] e contemplare un *set* di *remediation remedies*.

Nell'agire in questo modo, i centri decisionali apicali dell'organizzazione aziendale dovrebbero preservare – proteggendoli – i *"trade secrets"*, soprattutto nel momento in cui decidano di interfacciarsi con i *business partners*[15] e dovrebbero, al contempo, prestare attenzione alle *antitrust implications*[16].

4. Il difficile rapporto tra l'utilizzo di approcci coercitivi e premiali

Tanto doverosamente premesso, siccome sono evidenti le intersezioni tra, da un lato, un sempre più dettagliato insieme di disposizioni normative che accrescono – talora, come si è già rimarcato, con significativi aspetti anche di caoticità – il livello di *compliance* e, dall'altro lato, le previsioni e/o gli scenari (a maggior ragione, se riguardano le previsioni in materia di monitoraggio e di reazione in caso di loro violazione) che riprendono più in generale il tema dell'*enforcement*[17], occorre prendere atto di un altrettanto significativo cambio di rotta rispetto al passato.

Pure dando uno sguardo oltre confine, l'attenzione verso le modalità di misurazione degli indicatori *ESG* con il passar del tempo si è intensificata in maniera sempre più rilevante e tale tendenza ha progressivamente ristretto gli ambiti, originariamente più

13 Cfr. Malberti, op. cit., 13.

14 È chiara a questo riguardo la necessità di dare avvio ad apposite consultazioni e confronti con le sfere anche esterne all'impresa, soprattutto per conferire priorità agli impatti negativi *ESG* più significativi.

15 Si veda sul punto il Considerando 23 della *CSDDD*.

16 Il Considerando 23 e l'art. 5(3) della Direttiva sanciscono espressamente che "*the mapping of the chain of activities doesn't oblige business partners to disclose trade secrets*". Senonché, è al contempo fuor di dubbio che lo scambio di informazioni tra *business partners* possa impattare sui delicati profili dei c.d. *horizontal cooperation agreements*.

17 Una intersezione fatale in quanto le forme di *enforcement*, siano esse pubbliche o private, sono condizionate dai sempre più severi ed onerosi obblighi di condotta imposti alle imprese.

estesi, delle c.d. *soft laws*[18], specialmente se si discute dei doveri di *disclosure* e di successivo *reporting* in materia di diritti umani e di tutela ambientale.

Tuttavia, se da questi piani, per così dire di regolamentazione "preventiva", ci si sposta sul piano "repressivo" – ovvero ci si sofferma sul distinto versante dell'*enforcement* – e segnatamente, su quello del *public enforcement*, si può affermare che le disposizioni normative in materia hanno mantenuto (per lo meno fino all'approvazione della *CSDDD*) una natura non particolarmente coercitiva[19]. Basti rammentare che tanto nei riguardi delle più recenti regole in materia di revisione legale dei conti e di attestazione di conformità della rendicontazione di sostenibilità[20], quanto nei riguardi delle previsioni riconducibili alla Direttiva UE 2017/828 (la cd. Direttiva *Shareholders Rights II*), aventi ad oggetto l'*engagement* degli azionisti istituzionali e le politiche di remunerazione degli amministratori che potrebbero concernere la rilevanza degli interessi degli *stakeholders* (ed eventualmente pure di quei portatori di interessi che non intrattengono relazioni di carattere mercantile con le società e/o il gruppo di imprese di riferimento), i profili correlati agli obblighi di *ESG* fanno perno sul principio di "*comply or explain*"[21]. Quell'ormai diffuso principio, *ab origine* intimamente connesso alle fonti di autodisciplina, che fa leva sul presupposto che i comportamenti *"ESG friendly"* possono venire adottati dalle imprese – non per coazione – bensì perché ritenuti virtuosi, e quindi in grado di giocare favorevolmente nell'ottica della competitività del mercato. Ne è disceso che in questo scenario le regole di carattere marcatamente sanzionatorio non si sono riferite al mancato perseguimento degli obiettivi di sostenibilità *tout court*, ma piuttosto hanno colpito la opacità – se non la falsità[22] – delle ragioni addotte per cercare di raggiungerli – evidentemente – senza successo.

La riluttanza verso l'introduzione di forme di *public enforcement* più rigorose e soprat-

18 Merita di essere ricordata in proposito la Risoluzione del Parlamento Europeo n. 2137 del 13.12.2020, in *https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52020IP0372*; sul punto si veda anche Genovese, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria fra regole e contesto*, Il Mulino, Bologna 2023, 65, la quale sottolinea come la trasparenza autoregolata non sia stata, alla prova dei fatti, sufficiente per correggere la traiettoria dello sviluppo economico.

19 In proposito si veda già Trovatore, *Sull'*enforcement *degli obblighi di sostenibilità nel mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2024, I, 616 ss. e anche ESMA, *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, consultabile in *https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA32-992851010-1815_Guidelines_on_Enforcement_of_Sustainability_Information__GLESI_.pdf*, 29 aprile 2025.

20 Il tema è stato recentemente oggetto del convegno *"La rendicontazione di sostenibilità: un diritto in cerca di regole"*, tenutosi presso il Centro Svizzero di Milano il 24 ottobre 2025. A tal proposito, si segnala in particolare l'intervento di M. Rescigno, *L'evoluzione normativa della rendicontazione di sostenibilità*.

21 Questo meccanismo regolatorio è sempre più diffuso su larga scala. A tal proposito si veda Genovese, *La gestione ecosostenibile*, cit., 115, nonché Montalenti, Il Nuovo Codice di *Corporate Governance (The New Italian Corporate Governance Code)*, in *Corporate Governance*, 1/2021, 45.

22 Falsità che hanno consentito la realizzazione di condotte *misleading*, talora in grado di realizzare manifestazioni di autentico *greenwashing*.

tutto armonizzate (dovendosi, al riguardo, ribadire che i rischi derivati dagli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente presenti nelle catene del valore hanno effetti transfrontalieri che si estendono all'interno di altri Stati membri della Unione europea e sempre più con il diretto coinvolgimento di Paesi terzi) è stata spiegata con diversità di accenti.

Infatti, non si tratterebbe soltanto dei differenti criteri culturali o dei divergenti interessi economici riconducibili ai distinti nazionalismi, in quanto, nei settori *ESG*[23], più che in altri campi, si è preferito ricorrere alle previsioni di forme dirette o indirette di incentivi, piuttosto che elaborare reticolati normativi stringenti di coercizione sanzionatoria[24]. In proposito, è stato osservato che un approccio premiale potrebbe essere più efficiente del "tallone di ferro della sanzione", soprattutto se la forma di *inducement* immaginata possiede una matrice squisitamente economica o, meglio ancora, remunerativa[25].

D'altro canto, giova far presente che se da recenti verifiche risulta che nel nostro ordinamento non è stato portato a termine alcun procedimento sanzionatorio per violazione degli obblighi *ESG* da parte della Consob[26], per converso si registra un incremento delle considerazioni in materia di sostenibilità, latamente intesa, nel contesto delle strategie di *governance* e dei modelli di *business* degli emittenti italiani - e non – quotati nel principale mercato regolamentato nazionale (e segnatamente nella "pianificazione aziendale", nei "piani industriali", nella "*disclosure* informativa" e nelle politiche di remu-

23 Di interesse sul tema, anche e soprattutto in ottica ancor più ampia, il volume di Riganti (a cura di), *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia"* ESG, Giappichelli, Torino, 2025.

24 Giova anche in questo frangente ricordare che in una visione quasi "fumettistica" è stato riferito che una "spinta gentile" può rappresentare la strada più efficacemente percorribile: alla base di questa teoria vi è la convinzione che se si vuole che le persone facciano qualcosa, ed agiscano quindi in un determinato modo, occorre "rendere la cosa semplice". Si tratta del complesso fenomeno del c.d. *nudge* –, che ha consentito a Richard Thaler, il noto studioso di scienze comportamentali, di vincere nell'anno 2017 il premio Nobel per l'Economia. Sul tema qui richiamato mediante una consapevole iper-semplificazione cfr. anzitutto Thaler, Sunstein, Nudge. *La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Universale Economica Feltrinelli, 2024; per approfondire l'argomento invece si rimanda senza pretesa di completezza a AA.VV. *Nudge Theory in Action. Behavioral Design in Policy and Markets*, Sherzod Abdukadirov, 2016 e a Olya, N. Kim, M.J. Kim, *Climate change and pro-sustainable behaviors: application of nudge theory*, in *https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09669582.2023.2201409*, 2023, 1077 ss..

25 In argomento, nuovamente, Trovatore, op. cit., 620 s.

26 Si veda ancora Trovatore, op. cit., 618. Tale negativo riscontro permane ancora oggi, come anche recentissimamente è stato possibile riscontrare informalmente attraverso la cortesia degli *interna corporis* di Consob.

nerazione degli amministratori delegati)[27].

5. La necessità di considerare le PMI in un'ottica di differenziazione rispetto alle imprese di grandi dimensioni

Andando oltre quanto si è già osservato risulta che forse sono ancora altre le riflessioni da effettuare.

Il peso regolatorio che grava sulle imprese dell'Unione europea, complessivamente considerate, è molto rilevante e soprattutto diverge da Stato membro a Stato membro[28]. E proprio in quest'ottica merita di essere rammentato un monito espresso da Mario Draghi, nel rapporto dal rinomato titolo *"The future of European Competitiveness"*, laddove si è affermato che a causa degli effetti, soprattutto a cascata (i c.d. *trickle-down effects*), delle catene del valore, tanto il *report* sulla sostenibilità, quanto la Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* non differiscono adeguatamente le PMI dalle imprese di più grandi dimensioni", con la conseguenza che sin da un prossimo futuro dovrebbe essere meglio soppesata la caratura delle società quale parametro per stabilire gli oneri di *compliance*, utilizzando appropriate misure di mitigazione in linea con il noto principio di proporzionalità[29].

Un suggerimento, presto raccolto dalla Presidente della Unione europea, Ursula von der Leyen, la quale nell'estate del 2024 ha invitato i Commissari a ridurre le *"reporting obligations* del 25%": una percentuale che dovrebbe salire al 35% nel caso delle PMI, con l'idea di introdurre *"a new cathegory of small Mid-caps"* e di verificare se la *"existing*

27 In tal senso, è decisamente interessante il recente resoconto effettuato nel marzo 2025, curato dai componenti del Tavolo Metriche *ESG* e Piani strategici, istituito nell'ambito dello *Steering Committee* Consob sulla sostenibilità: uno studio che deliberatamente esula dall'attività di vigilanza della Consob. Si tratta del volume dal titolo *"Integrazione dei fattori ESG nella Strategia aziendale, un'analisi della disclosure societaria. Primi spunti di riflessione"*. Tale studio ha, in particolare, esaminato le seguenti distinte categorie di documenti su un campione di 50 emittenti quotati negli anni 2021 e 2022: *i)* i prospetti pubblicati; *ii)* le, allora ancora definite, dichiarazioni non finanziarie (le c.d. DNF, oggi sostituite dai rendiconti di sostenibilità); *iii)* le relazioni finanziarie annuali; *iv)* la documentazione relativa ai piani industriali (anche se – lo si è subito anticipato da parte degli autori – il numero di società che forniscono informativa sugli obiettivi *ESG "*è ancora limitato, con una *disclosure* prevalentemente quali-quantitativa"). Si è infine rilevato che le società che forniscono informazioni più dettagliate su specifici obiettivi *ESG* connessi al proprio piano industriale sono quelle "maggiori dal punto di vista dimensionale" e appartengono prevalentemente al settore finanziario.

28 E non è ora il caso di svolgere commenti in merito alla "via verso Amsterdam" intrapresa ormai da qualche tempo da molte società italiane che hanno abbandonato i mercati regolamentati nazionali. Uno scenario, per contro, sempre più caratterizzato dall'ingresso di un progressivamente crescente numero di PMI in sistemi multinazionali di negoziazione, come, primo tra tutti, l'*Euronext Growth Milan.*

29 Draghi, *The Future Of European Competitiveness*, in *https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en*, 2024.

regulation" impedisce ingiustificatamente il loro sviluppo[30].

In buona sostanza, sembra evidente che l'approvazione della *CSDDD* non abbia affatto posto termine all'acceso dibattito sulla opportunità di un simile approccio, soprattutto se calato all'interno dell'ambizioso progetto di migliorare la competitività dell'Unione europea nel panorama mondiale.

6. L'approccio della *CSDDD* in materia di vigilanza, sanzioni e tutele

Con specifico riferimento alla tematica del *public enforcement*, la *CSDDD*, soprattutto nella sua impronta primigenia[31], ha senz'altro contribuito a marcare un significativo cambio di passo. La Direttiva nella versione definitivamente approvata ha introdotto, infatti, un nuovo modello di riferimento, che si discosta significativamente dall'impostazione pregressa.

Da un lato, ogni Stato membro dovrà designare un'Autorità di vigilanza con il compito di monitorare la *compliance* degli obblighi riguardanti la *due diligence* di sostenibilità ed in aggiunta era stato contemplato l'espresso dovere non soltanto di predisporre, ma anche – si noti bene[32] – di adottare (in lingua inglese *"to put into effect"*) un *transition plan* e di aggiornarlo periodicamente.

Dall'altro lato, la medesima Autorità di vigilanza dovrà avere sia il potere di imporre alle società monitorate di fornire informazioni; sia il potere di svolgere autonomamente indagini ogniqualvolta che si manifesti una possibile violazione degli obblighi imposti dalla Direttiva.

Inoltre, le predette indagini – ai sensi e per gli effetti dell'art. 25(2) della *CSDDD* – potranno essere avviate dall'Autorità di Vigilanza o di propria iniziativa; o "a seguito di una segnalazione circostanziata trasmessa secondo le modalità presenti nel successivo art. 26 della Direttiva, rubricato emblematicamente "Segnalazioni circostanziate" [33]. Quella disposizione che sancisce che gli Stati membri dovranno provvedere affinché "ciascuna persona fisica o giuridica abbia il diritto di trasmettere – mediante canali facilmente

30 Von der Leyen, *Europe's Choice. Political guidelines for the next european commission 2024 – 2029*, in *https://commission.europa.eu/document/download/e6cd4328-673c-4e7a-8683-f63ffb2cf648_en*, 18 luglio 2024.

31 Come si è già avuto occasione di rilevare, l'impatto che sarà determinato da parte della fase 2 dell'*Omnibus Package* specialmente in materia di *public* e *private enforcement*, deve ritenersi assai consistente e per diversi aspetti "regressivo". Per questa ragione nel testo ci si riferirà in alcuni passaggi al passato e in altri frangenti si è preferito fare uso del condizionale.

32 Questa disposizione normativa era di per sé in grado di rappresentare un limite esterno, seppur di matrice tecnica, alle ampie possibilità di modulare l'oggetto sociale – come chiaramente risulta dal Considerando 73 della Direttiva – in grado di incidere, tramite uno strumento legislativo, sia sulla discrezionalità dell'organo gestorio, sia sulla autonomia decisionale dei soci.

33 Ed è questa una ulteriore disposizione degna di attenzione dal punto di vista sistematico.

accessibili[34], una segnalazione circostanziata all'Autorità di Controllo, se ha motivo di ritenere in base a circostanze obiettive, che una società non rispetti le disposizioni di diritto nazionale adottate in attuazione della Direttiva"[35].

Ancora merita di essere rimarcato il fatto che – ai sensi e per gli effetti dell'art. 26(2) della *CSDDD* – gli Stati membri dovrebbero poter proteggere – se lo richiedono – le persone che presentano segnalazioni circostanziate sia dal punto di vista delle loro identità, sia dal punto di vista delle informazioni personali, se queste ultime, qualora divulgate, appaiono in grado di recar danno a chi ha effettuato le segnalazioni[36].

Infine, per un verso, l'Autorità di Vigilanza dovrebbe avere a disposizione "un periodo di tempo appropriato" per valutare la segnalazione e dovrebbe informare chi ha segnalato in merito all'esito della propria valutazione, fornendo le relative motivazioni e comunicare la decisione di accogliere o respingere eventuali richieste d'intervento, nonché una descrizione delle misure e dei provvedimenti successivi, dando informazioni pratiche sull'accesso alla procedura di ricorso amministrativo e giurisdizionale.

Per altro verso, le persone che hanno segnalato e che in base alla legislazione nazionale sono portatrici di un interesse legittimo, dovrebbero poter vantare il diritto a veder riesaminata la legittimità e la correttezza "procedurale e sostanziale" delle decisioni, degli atti o delle omissioni delle Autorità di controllo.

Relativamente alle sanzioni, l'art. 27 della Direttiva sancisce che le stesse "devono essere effettive, proporzionate e dissuasive". Più in particolare, esse sono di due tipi, ma gli Stati Membri – sempre stando alla versione definitivamente approvata dalla Direttiva – potrebbero introdurne di altra matrice: la prima, di carattere pecuniario, risultava basata quantitativamente sul fatturato netto mondiale ottenuto dalla società nell'esercizio precedente la decisione che impone la sanzione pecuniaria[37]; la seconda consiste invece nella pubblicazione della decisione indicante la società colpevole della violazione e la natura della violazione, ogni qual volta che la società incolpata non si sia "conformata" alla decisione che dato luogo alla pena pecuniaria.

Passando al versante del *private enforcement*, la *CSDDD* aveva previsto che il mancato rispetto degli obblighi da essa imposti avrebbe pure potuto dare origine a forme di responsabilità civile. Si trattava di una responsabilità per danni qualora gli stessi fossero

34 Il peggior nemico del "*nudge*" è lo "*sludge*": su tali profili, cfr *Occhio allo sludge, antitesi del nundge: la battaglia di Thaler*, 19 marzo 2019, in *https://professione finanza.com/occhio-allo-sludge/*.

35 È evidente che qui ci si espone al rischio di azioni che possano essere attivate con puro spirito di *chicane*.

36 In questi passaggi sono facilmente rintracciabili assonanze con l'istituto del *whistleblowing*.

37 Si fa presente che la originaria previsione di un riferimento quantitativo commisurato al 5% del fatturato mondiale ha subito dato origine a discussioni interpretative, poi espressamente considerate dal già richiamato provvedimento plurifasico *Omnibus Package*.

stati cagionati dal non aver ottemperato "intenzionalmente" o "per negligenza" agli obblighi imposti dalla Direttiva e se questi ultimi, in particolare, erano intesi a tutelare una persona fisica o giuridica. Al tal riguardo sono stati specificamente menzionati – in un particolare Allegato alla *CSDDD* – i diritti, i doveri e gli obblighi da tenere in considerazione[38]. Per contro, la Direttiva non ha mai regolato in alcun modo i profili attinenti al nesso di causalità e alla ripartizione degli oneri probatori, essendo oltre modo chiaro che quest'ultima non intendeva affatto procedere ad una armonizzazione dettagliata su scala unionale in materia di *"tort law"*. Tant'è che la *CSDDD* disponeva apertamente che potevano essere fatte salve le norme previste dai diritti nazionali in materia di violazione di diritti umani o di impatti ambientali che prevedano anche casi diversi da quelli contemplati dalla Direttiva o prevedano forme di responsabilità addirittura più severe.

In tutti i casi, la Direttiva ha sancito che quando una società viene dichiarata civilmente responsabile, il soggetto danneggiato ha diritto ad un pieno risarcimento, senza, tuttavia, che ciò comporti che si possa pervenire ad una "*overcompensation*" del danno subito "né sottoforma di danni punitivi, né di danni multipli o di altra natura".

Da ultimo, i termini di prescrizione per intentare azioni di risarcimento del danno sono stati fissati in almeno cinque anni e comunque non inferiori al termine stabilito dai regimi nazionali di responsabilità civile in generale. Ad ogni modo, gli Stati membri dovrebbero provvedere affinché le spese processuali non siano eccessivamente onerose "per rivolgersi alla giustizia".

7. Alcune ulteriori considerazioni sulle più evidenti criticità della *CSDDD* ed uno sguardo all'autodisciplina settoriale

La sopradescritta impostazione – che, come già si è riferito, ricalca l'approccio tedesco e francese – ha suscitato, ancor prima dell'approvazione definitiva dello strumento legislativo comunitario, notevoli perplessità.

Esse sono già state in buona parte riassunte: *i)* ampi margini di ambiguità determinati dal dover interloquire con sistemi e tradizioni giuridiche eterogenee; *ii)* la scopertura del fianco nei riguardi non soltanto di azioni pretestuose e ricattatorie (visto anche il basso costo di accesso), ma soprattutto di contenziosi assai complessi avanti a magistrati europei condizionati non soltanto dalla lontananza geografica di eventuali imprese controllate situate in altri sistemi giuridici e/o dei *partners* commerciali coinvolti, ma soprattutto dal fatto che le fonti di prova potrebbero trovarsi tutte all'estero; *iii)* la possibilità di dare rilievo a forme di colpa – e quindi di responsabilità – *in eligendo* (se non, addirittura, a forme di responsabilità oggettiva per fatto altrui) per quanto avvenuto

38 Anche in questo caso il provvedimento plurifasico *Omnibus Package* ha profondamente inciso sulla materia, depotenziando anche la portata sistematica delle previsioni originarie della *CSDDD*, come si avrà modo di chiarire nel prosieguo.

alla periferia del raggio di azione dell'impresa madre[39]; *iv)* la possibilità di dare rilievo a "condotte semplicemente omissive", che possano ledere peraltro beni non sempre ben definiti, come quelli condizionati da diritti umani, occupazionali e sociali, dell'ambiente o del clima[40]; *v)* l'eventualità che sulla originaria azione di danno che da diritto al primo risarcimento si possano innestare "azioni rimediali" in prevenzione e/o misure cautelari pure sotto il profilo dell'imposizione di obblighi di fare o di non fare.

A tali criticità se ne possono aggiungere altre: *i)* la difficoltà di reperire informazioni affidabili dai *partner* commerciali e soprattutto da parte di quei fornitori collocati in Paesi logisticamente lontani e in ordinamenti contrassegnati da una scarsa "certezza del diritto"; *ii)* la opportunità di coinvolgere altri Stati *extra* UE, per tentare di creare un campo di gioco, per lo meno omogeneo, allo scopo di tutelarsi da profili di concorrenza sleale da parte di imprese di Paesi terzi che non si assumono analoghe responsabilità in materia di sostenibilità, risultando tutt'altro che semplice da sostenere la tesi secondo cui le disposizioni di diritto interno derivanti dall'attuazione della *CSDDD* abbiano il carattere e la portata delle "norme di applicazione necessaria"; *iii)* la opportunità di sottoporre alla verifica di soggetti esterni indipendenti e dotati di professionalità la *sustainability due diligence*, in sintonia con quanto è stato previsto in tema di *assurance* nella attuazione della *CRS* in Italia, che ha recentemente visto anche lo spiegarsi dell'intervento regolatorio da parte della Consob[41].

Questa ampiezza e varietà di ragioni potrebbe disincentivare – posto che la schiera degli *stakeholders* "interessati" è tutt'altro che allineata – la propensione a raggiungere accordi transattivi, in quanto risulta difficile scongiurare il rischio dell'avvio di ulteriori azioni giudiziali da parte di altri soggetti legittimati (a maggior ragione se si considerassero – come si è anticipato – anche coloro che non intrattengono rapporti mercan-

39 Anche se, stando alla *CSDDD* – sia pure con oneri probatori molto pesanti – l'impresa può essere considerata esente da responsabilità "se il danno è stato causato solo dai propri *partner* commerciali nella sua catena di attività": si veda, in tal senso, l'art. 29.1, secondo comma, della Direttiva.

40 In una prospettiva squisitamente commercialistica ci si domanda come ci si dovrebbe atteggiare nei confronti di danni prefigurati come conseguenti al "mancato rispetto della buona *governance*". È peraltro superfluo notare che qualsiasi danno cagionato da una impresa – specie col senno di poi – è sempre asseribile a una "*governance not good*": in tal senso, condivisibilmente, Ventoruzzo, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva* Due Diligence, in *Riv. soc*. 2021, 380 ss.

41 Si veda in tal senso, sia la delibera Consob n. 23463 del 12 marzo 2025 avente ad oggetto: *Modifiche del Regolamento Emittenti in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità*, sia la Delibera Consob n. 23585 avente ad oggetto: *Determinazione per l'anno 2025 dei parametri previsti dagli artt. 89*-quater *e 89*-quinques *del Regolamento n. 11971/1999 e successive modifiche*, che ha tenuto conto anche dell'ultima versione delle già citate *ESMA Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*. Come si è già ricordato il tema, di grande interessem è stato recentemente oggetto del convegno *"La rendicontazione di sostenibilità: un diritto in cerca di regole"*, tenutosi presso il Centro Svizzero di Milano il 24 ottobre 2025.

tili con le imprese interessate).[42] Non senza aggiungere che all'interno della Unione europea non è neppure sempre agevolmente invocabile la dottrina, di matrice prevalentemente nordamericana, del *"forum non conveniens"*, che risponde chiaramente ad alimentare esigenze di "giustizia sostanziale", non sempre privilegiate nei diversi ordinamenti nazionali dei Paesi membri dell'Unione europea[43].

Non per caso in questo intricato scenario – ed ancor prima delle controspinte pianificate con l'*Omnibus Package* pure per l'effetto dei venti contrari che soffiano nell'altro versante dell'Atlantico nei riguardi dei fattori *ESG*[44] – si sono presto diffuse le opinioni di coloro che si sono domandati se realisticamente sussista il bisogno di forme aggiuntive di responsabilità civile in un contesto nel quale è stato chiaramente dichiarato – lo si è già ricordato – che la Direttiva non intende affatto procedere ad una armonizzazione della *tort law* a livello comunitario. Opinioni che hanno fatto leva sul fatto che il "diritto vivente" di diversi sistemi giuridici – come pure riscontrato da una ricerca realizzata su scala mondiale dal noto studio legale internazionale *A&O Sherman* – attesta che risulta possibile sanzionare anche civilmente, quanto meno come fatti illeciti (ma ci sono anche *criminal laws* che riguardano e puniscono il *greenwashing* di prodotti e/o servizi e che oltre a ciò contemplano disposizioni specifiche più severe che si concentrano su "*ESG credentials*"), tutte quelle condotte che determinano sia sul piano commissivo, che su quello omissivo, violazioni di diritti umani, occupazionali e sociali, nonché ambientali e talora addirittura climatici[45].

In questa prospettiva merita di essere menzionato – per richiamare una circostanza rilevante ancor più di attualità – il "Protocollo d'intesa per la legalità dei contratti di appalto nelle filiere produttive della moda", a protezione dei diritti umani e dei lavoratori sottoscritto il 26 maggio 2025 da una serie di enti promotori, come la Prefettura di Milano, la Regione Lombardia, il Tribunale di Milano, il Comando Provinciale dei Carabi-

42 Essendo peraltro pacifica la criticità dei c.d. accordi asimmetrici nel campo dei *settlement agreements* stipulati con parti deboli a valle della promozione in giudizio di *class actions*.

43 Su tali profili, già, Ventoruzzo, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in Riv. soc., 2021, 380 ss.

44 A dir poco inquietanti sono le espressioni utilizzate da Donald Trump in data 23 settembre 2025 all'ONU sul tema specifico del cambiamento climatico. Per citarne soltanto alcune: "Tutto ciò che è *green* è in bancarotta. Non è politicamente corretto, sarò criticato duramente per averlo detto, ma sono qui per dire la verità... è la più grande truffa mai perpetrata al mondo, secondo me" ed ancora: "L'energia rinnovabile è un'energia che fa perdere denaro. Molte di queste attrezzature vengono costruite in Cina ma loro non le usano, le esportano soltanto. Loro usano il gas". Per maggiori dettagli si rinvia a Vigna, *E quelle bugie sul clima che il clima smentisce ogni giorno*, ne *Il Punto del Corriere della Sera. Prima Ora*. 24 settembre 2025; nonché, Bonpan, *Trump all'assemblea Onu, discorso fiume contro clima*, Nazioni Unite ed Europa, 24 settembre 2025, in *renewablematter.eu*.

45 Questa è la espressione usata nel *report* di A&O Sherman, intitolato *Manage ESG-related enforcement risk: tightened reporting requirements, supply chains, and illicit labor practices*, che rappresenta una parte della più ampia indagine *Cross-border white-collar crime and investigations review* 2025.

nieri di Milano, l'Ispettorato di Area Metropolitana di Milano, il Politecnico di Milano, la Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura di Milano, Monza Brianza e Lodi, Associazioni rappresentative del settore della moda ed Organizzazioni Sindacali, in risposta all'andamento di alcune indagini penali attivate nell'*hinterland* milanese sulla base del d.lgs. 231/2001 nei riguardi di alcune tra le più rinomate *fashion industries*, per illecita intermediazione di mano d'opera e soprattutto per non aver disposto modelli organizzativi adeguati a prevenire il compimento della sempre più ampia schiera dei c.d. reati presupposto[46].

Un documento, di matrice palesemente autodisciplinare, volto a costruire forme di responsabilizzazione e strumenti premiali a favore delle imprese operanti nel settore della moda che: *i)* intendono contribuire alla realizzazione di sistemi di controllo finalizzati al contrasto dell'illegalità; *ii)* che vogliano assicurare la piena trasparenza lungo la filiera, secondo "coni di visibilità" che garantiscano la necessaria riservatezza tanto delle informazioni concernenti la stessa filiera produttiva, quanto delle modalità concrete di esecuzione dei singoli contratti di appalto/subappalto e fornitura/subfornitura ed ancora *iii)* che desiderino promuovere specifiche azioni di attuazione del Protocollo tramite opportune procedure operative e attività formative indirizzate ai dipendenti e comunque ai lavoratori impiegati nel settore[47].

8. L'impatto dell'*Omnibus Package*

Al di là delle perplessità originate sia prima che dopo la definitiva approvazione della *CSDDD* nella sua formulazione *ante Omnibus Package*, è il già segnalato ed originario obbligo non solo di predisporre, ma anche di attuare (ossia, *"to put into effect"*) un piano di transizione per la mitigazione degli effetti negativi a livello climatico, che ha maggiormente inciso sulle discussioni tuttora aperte, sulla sussistenza o meno di un ampliamento su base normativa – e quindi non volontaria – dei *business purposes* – per lo meno di alcune società – attraverso la individuazione di uno di questi legato alla sostenibili-

46 Cfr. Protocollo d'intesa per la legalità dei contratti di appalto nelle filiere produttive della moda, in *https://tribunale-milano.giustizia.it/it/paginadettaglio.page?contentId=CTM23294&modelId=55*, 26 maggio 2025.

47 Per completezza, giova segnalare che proprio il settore del *fashion* ha indotto negli Stati Uniti sin dal mese di ottobre 2021 la promozione di un progetto di legge – si tratta più precisamente dello *State Senate Bill* S4746B – da applicarsi a tutte quelle società che operano commercialmente nello Stato di New York e volto ad imporre a queste compagnie l'obbligo di redigere, entro una relativamente serrata *time line*, una *Environmental Due Diligence allied with the Organisation for Economic Co-Operation and Development Guidelines for Multinational Enterprises (OECD). Guidelines for the Responsible Supplies Chain,* mappata su quattro livelli: *i) final product manufactured*; *ii) material processors*; *iii) raw material processors* e *iv) raw material producers*. Tale progetto normativo, noto con l'appellativo di *New York Fashion Act*, prevede anche disposizioni analitiche in materia di *enforcement* che comportano l'applicazione di *civil fines* di alcune migliaia di dollari per ogni violazione, da indirizzare al *Fashion Remediation Fund* che avrebbe poi lo specifico scopo di finanziare sostegni e benefici a vantaggio dei lavoratori delle comunità colpite da condotte *non compliant*.

tà. Si tratta, in altre parole, di un passaggio che risulta astrattamente in grado di dare un appiglio ulteriore a un già rintracciabile – ma tutt'altro che ampiamente condiviso – percorso interpretativo[48], teso a porre a carico delle imprese private la produzione e la tutela di "beni pubblici o semi-pubblici", quali: la protezione dei diritti umani, la tutela dell'ambiente e il benessere della comunità, anche attraverso una *"buona governance"*[49].

Un innalzamento quindi dei doveri di condotta degli amministratori verso l'obiettivo, emblematicamente definito, dello *shareholder welfare*, più che quello dello *shareholder value*[50], attraverso le vie del c.d. "profitto ragionevole". Doveri da riguardare pure nella prospettiva patologica della responsabilità da attribuire a chi gestisce l'impresa secondo il noto *iter* argomentativo della *business judgement rule* o secondo la declinazione del *duty of care,* alla cui base si rintracciano pur sempre i parametri della ragionevolezza

48 Sia consentito rinviare, senza pretesa di completezza, a Genovese, *La gestione ecosostenibile*, cit., 128 e Rolli, *L'impatto dei fattori* ESG *sull'impresa. Modelli di* governance *e nuove responsabilità*, Il Mulino, Bologna, 2020, 131.

49 E così facendo si è dato origine al "canone normativo emergente" della c.d. *Sustainable Corporate Governance*: in argomento si veda ancora Genovese, *La gestione ecosostenibile*, cit., 99 e si legga anche Denozza, *Rendere lo sviluppo sostenibile e democratico*, in *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi,* a cura di Caterino e Ingravallo, EuriConv, Lecce, 2020, 38, che ha riferito di aver contato nell'ordinamento italiano più di cento definizioni di sostenibilità. Senonché, a tal proposito, occorre ricordare che in prospettiva domestica le società, *de iure condito*, non possono perseguire finalità non economiche al di fuori di previsioni specifiche di diritto scritto che comunque possono porre problemi di compatibilità con alcuni solidi principi ravvisabili tanto nel libro I, quanto nel libro V del codice civile. Tanto rammentato, se, in aggiunta, si tiene conto del fatto che nel Considerando 63 della Proposta di *CSDDD* del 2022 si leggeva che il dovere degli amministratori di prendere in esame i profili di sostenibilità dell'impresa *"do not require changing existing national corporate structures"* (si veda, sul punto, Tombari, *Riflessioni sullo "statuto organizzativo" della "impresa sostenibile"*, in *AGE*, 1/2022,142 ed ancora Strampelli, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e* stakeholders, in *Riv. soc.*, 2021, 374; Fimmanò, *Articolo 41 della Costituzione e valori* ESG*: esiste davvero una responsabilità sociale delle imprese?*, in Giur. comm, 2023, I, 777 ss.; Tombari, *Corporate* purpose *e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla "libertà di scelta dello scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 3; nonché E. Rimini, *Sostenibilità e nuova* governance *delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, in *Giur. Comm.*, 2024, I, 290 ss.). Ne consegue che in questa prospettiva i fattori *ESG* potrebbero realisticamente impattare nelle società di diritto interno solo se in grado di migliorare la consistenza dell'utile o se sono in grado di eliminare i rischi di perdita. Uno scenario sul quale anche gli amministratori, pur se di nomina "politica", non potrebbero sorvolare. Sul diffuso fenomeno dei c.d. *Political Chief Executive Officers,* ossia sulla non rara eventualità che si verifichino designazioni "non democratiche", bensì di derivazione politica, degli esponenti aziendali apicali di importanti società in alcuni particolari contingenze, sia nuovamente consentito rinviare, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, a E. Rimini, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., 290.

50 In argomento si veda Cian, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1144.

e della proporzionalità[51].

Una visione non priva di forti criticità per i costi di transazione elevati e le complicazioni anticoncorrenziali sia su scala globale, sia *intra* UE. Non senza dimenticare che i fattori *ESG* e il progresso tecnologico soprattutto attraverso il supporto dell'intelligenza artificiale sono sempre più divaricati: essi, a ben vedere, configurano due diversi modi di "fare impresa" – o meglio, di intendere l'attività imprenditoriale – che si contrappongono in modo tendenzialmente dialettico[52].

Senonché, indipendentemente dai toni decisamente smorzati che deriveranno dall'entrata in vigore anche nella fase 2 dell'*Omnibus Package*, un ruolo decisivo viene comunque attribuito agli amministratori. E dunque è cruciale riflettere sui meccanismi che riguardano la loro nomina, senza trascurare la possibile investitura, in alcuni particolari frangenti, di capi d'impresa non designati "democraticamente", ovvero dalla base degli investitori, bensì per altre vie. Ci si riferisce, più precisamente, alle già menzionate figure dei *Political Chief Executive Officers*, spesso in grado di incrinare, per effetto dell'origine della nomina, l'originaria missione imprenditoriale, votata tradizionalmente alla massimizzazione del profitto[53].

La ponderazione tra gli *internal affairs* e gli interessi – lo si ribadisce – spesso confliggenti tra gli *stakeholders* con il riguardo pure all'attuazione dei *transition plans*, viene comunque inquadrata anche dalla *CSDDD* come una obbligazione di mezzi: di conseguenza, i criteri di diligenza invocabili sono quelli richiamati dal Considerando 73 e dell'art. 5 della *CSDDD*, che sono stati descritti in termini di autentica "scintilla cinetica degli assetti societari"[54].

---

51 Sui controversi rapporti tra la *business judgement rule* e i doveri organizzativi, si vedano, senza pretesa di completezza, Montalenti, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgement rule*, in *Il Nuovo dir. soc.*, 2021, 9 ss. e Benazzo, *Assetti organizzativi, diritto dell'impresa e diritto delle società: dal passato a un (possibile) futuro*, *in https://www.dirittodellacrisi.it/articolo/assetti-organizzativi-diritto-dellimpresa-e-diritto-delle-societa-dal-passato-a-un-possibile-futuro*, 2 gennaio 2025.

52 Soprattutto nel *day to day management* e a livello di PMI, ambiti nei quali l'intelligenza artificiale non si è ancora, soprattutto per i suoi costi elevati, particolarmente diffusa. La bibliografia sul tema è sterminata; per tale ragione, ci si limita qui al richiamo di alcune tra le più recenti pubblicazioni. Tra queste Meo, *La macchina amministratrice, indipendente e irresponsabile, e il povero vecchio diritto societario*, in *AGE*, 2022, 607 ss. e Spagnoletti – Volpentesta, *Intelligenza artificiale generativa nelle piccole e medie imprese: evidenze empiriche nel contesto italiano*, in *Rivista di politica economica*, 2024, 113 ss.

53 In argomento, ancora, Tombari, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società"*, in *https://www.rivistadeldirittocommerciale.com/fascicoli/2021-numero-2/44979-corporate-social-responsibility-csr-environmental-social-governance-esg-e-*, 2021, 225 ss. e E. Rimini, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., 243.

54 L'espressione è di Abriani, *Successo sostenibile e regole statutarie: il ruolo del* board *nel Codice di* Corporate Governance (*Sustainable success and companies' bylaws: the role of the board in the Corporate Governance Code)* in *RCG*, 1/2021, 12 ss.

Ma è sulla spinta del dibattito accesosi dopo la approvazione della Direttiva sulla *sustainability due diligence* e dei sempre più inquietanti fatti di cronaca geopolitica, nonché delle riflessioni all'interno dell'Unione Europea alimentate dal prima d'ora citato rapporto di Mario Draghi sul futuro della competitività[55], che sono state approvate le *"Proposals"* che costituiscono parte integrante dell'*Omnibus Package*. Un provvedimento comunitario del 26 febbraio 2025 che avrebbe la già richiamata finalità di: *i)* incrementare la competitività; *ii)* semplificare le regole e *iii)* sbloccare le potenzialità di investimento, in ogni caso *"still meeting"* – almeno a parole – *"the core policy objectives of the European Green Deal"*, tramite, comunque, una semplificazione degli adempimenti e la riduzione dei costi[56].

Per quanto riguarda la *CSDDD*, le modifiche programmate soprattutto con la fase 2 dell'*Omnibus Package* sono, come si è già segnalato, molto rilevanti e consentono soprattutto a livello sistematico ripensamenti importanti. Il quadro di riferimento che ne deriva – come se si fosse dato un colpo ad un caleidoscopio – è sensibilmente diverso, soprattutto in dimensione prospettica. Del rinvio di un anno del termine di recepimento della Direttiva (ora stabilito al 26 luglio 2027) e della prima fase di applicazione (a far tempo del 26 luglio 2028), si è già detto, e si aggiunga che, entro luglio 2026, la Commissione europea dovrà fornire gli orientamenti di supporto per le imprese e le Autorità di controllo ai fini dell'applicazione della *CSDDD* (questa volta in anticipo rispetto ai tempi inizialmente ipotizzati al momento della approvazione della Direttiva), al fine di ridurre la dipendenza delle imprese dalla consulenza legale.

Le catene del valore prese in esame dalla *due diligence* riguarderanno – lo si è prima d'ora riferito – solo i *partners* commerciali diretti (in direzione quindi esclusivamente *up-stream*). La frequenza del monitoraggio e delle valutazioni periodiche passerà da annuale a quinquennale (nell'ottica inequivoca di abbassare il tasso di *compliance* ed i correlati costi). Le definizioni di *stakeholders* saranno meglio puntualizzate e lo *stakeholder engagement* sarà razionalizzato.

Per passare alle questioni di *enforcement*, strettamente intese, l'obbligo di terminare il rapporto commerciale con soggetti non allineati ai dettami della *CSDDD*, che nella

55 E successivamente dalla Bussola per la competitività dell'UE del 29/01/2025 della Commissione europea, in *https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/it/ip_25_339/IP_25_339_IT.pdf*.

56 Si veda in questa prospettiva la citatissima lettera di Maria Luís Albuquerque, Commissaria ai *Financial Services*, del 27 marzo 2025 inviata ai vertici dell'*European Financial Reporting Advisory Group*: il c.d. EFRAG, in *https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-03/Commissioner%20Albuquerque%20Letter%20to%20EFRAG%20March%202025.pdf* ed ancora il più recente discorso della Presidente Ursula Von der Leyen sullo stato dell'Unione 2025, che può leggersi in *State of Union 2025*, in *https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_25_2053*, 10 settembre 2025, nel corso del quale si è affermata, tra l'altro, la necessità di mantenere la rotta verso gli obiettivi climatici ed ambientali, sfruttando il Fondo sociale per il clima ed è stato ricordato il pilastro europeo dei diritti sociali che otto anni fa ha sancito il diritto sociale all'alloggio in Europa, aggiungendo che è tempo di concretizzare questa promessa.

DIrettiva rappresentava la misura rimediale di ultima istanza, sarà sostituito dalla possibilità di disporre più lievemente "una sospensione temporanea" della relazione.

Ma, ancora più significativo, ci sarà un allineamento – verso il basso – dei requisiti relativi all'adesione di piani di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici, sulla falsariga di quanto già dispongono le norme di attuazione della *CSR*. Più precisamente, sarà eliminato l'obbligo di attuare un piano di transizione climatico, ma resisterà soltanto il dovere di predisporlo, ricorrendo alle tecnicalità volta per volta ritenute necessarie e l'obbligo di aggiornarlo periodicamente. Inoltre, sarà ridotto l'effetto a cascata verso le PMI e le *Mid Cap* attraverso la limitazione delle informazioni che le imprese tenute alla *CSDDD* possono richiedere ai loro *partners* commerciali di minor cabotaggio, a meno che non ricorrano circostanze particolari.

in aggiunta, con decisive ricadute sul profilo delle disposizioni introdotte in tema di *private enforcement*, è stata prevista la soppressione del regime di responsabilità civile immaginato a livello comunitario, rinviando la regolazione del tema della responsabilità civile, alla disciplina vigente nei singoli Stati membri, lasciando soltanto in essere i principi più "*high level*", dell'accesso alla giustizia "agevolato" e del "risarcimento integrale". Ed ancora, verrà eliminata la previsione dell'obbligo di agevolare i presunti danneggiati a consentire che l'azione risarcitoria possa esser proposta in via rappresentativa da sindacati o da organizzazioni non governative o da istituzioni nazionali per la protezione dei diritti umani, precludendo la introduzione da parte dei Paesi membri di norme più severe per contrastare abusi sui diritti umani e dell'ambiente.

Infine, è stato annullato qualsiasi espresso riferimento di natura quantitativa alle sanzioni pecuniarie. La semplice menzione – all'art. 24 (4) della *CSDDD* – al 5% del fatturato mondiale netto aveva creato discussioni in merito alla sua valenza interpretativa e pertanto si è più semplicemente proposto che sia la Commissione europea a introdurre al più presto delle linee guida per garantire criteri sanzionatori omogenei tra gli Stati membri, basati su "efficacia", "proporzionalità" e "capacità di dissuasione".

9. *Governance* sostenibile e futuro dell'Europa

In questo modificato contesto, che tra l'altro, come è stato opportunamente notato, ha significativamente ridimensionato l'area dell'impatto che la *CSDDD* avrebbe determi-

nato con la sua iniziale portata[57], conviene conclusivamente porsi un quesito di fondo.

Posto che il percorso tracciato dal legislatore europeo per lo meno in occasione dell'approvazione finale della *CSDDD*, da un canto, e quello seguito dalle imprese e dagli individui, dall'altro canto, non si sono allineati – con il risultato che la individuazione di doveri specifici non è coincisa con la scelta di dare voce a condizionamenti funzionali ad interessi esterni collegati ad istanze di tutela di carattere generale e connesse ai fattori ESG – si possono ancora rintracciare vincoli di matrice pubblicistica, assicurati da misure coercitive di *enforcement*, in grado di incidere sensibilmente sulle attività imprenditoriali svolte da società di diritto comune? È, infatti, indubbio che i responsabili delle politiche dell'Unione europea non sono ancora riusciti ad andare oltre i particolarismi statali e a connettere i cittadini comunitari ad una visione più ampia ed ambiziosa di Europa, soprattutto perché anche all'interno del vecchio continente si sono diffusi presidi, sostanzialmente protezionistici, volti a mantenere sotto il controllo nazionale un numero sempre più significativo di imprese strategiche.

Fenomeni in grado di delegittimare sempre più quanto programmaticamente proclamato nell'ambito dello speranzoso progetto di un *Green Deal* europeo[58], in grado di influenzare positivamente, con la forza della persuasione soltanto, anche un maggior numero di altri Paesi.

Tanto constatato, va del pari riscontrato che le politiche sociali e di *welfare* di matrice comunitaria paiono comunque aver dato frutti evidenti, specialmente ad avviso di coloro che misurano le aspettative di vita degli esseri umani (ottantuno anni e mezzo è l'aspettativa di vita media nei ventisette Paesi dell'Unione europea calcolata nell'anno 2023, mentre, per fare un emblematico confronto, negli Stati Unita d'America tale dato è sceso ai livelli del 1996, e cioè a settantasei anni di età[59]).

Sarebbe pertanto auspicabile che le avvertenze e le cautele in termini di sostenibilità

57 *Ab origine* la Direttiva avrebbe potuto coinvolgere circa diciassettemila imprese: tredici mila imprese UE e quattro mila imprese *extra* UE. A seguito dell'entrata in vigore dell'*Omnibus Package*, l'effetto sistemico della *CSDDD* risulterà decisamente depotenziato, posto che i nuovi limiti finiranno con il circoscrivere il numero delle imprese obbligate a circa seimilanovecento, di cui seimila grandi imprese UE e novecento grandi imprese extra UE. Questi dati sono stati indicati da Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Sostenibilità,* Governance *e Finanza dell'Impresa. Impatto degli* ESG *con particolare riguardo alle PMI*, in *https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2025/04/CNDCEC-Sostenibilita-governance-e-finanza-dellimpresa-revised-4-2025-170425.pdf*, 17 aprile 2025, 45.

58 È sintomatico che il Ministro delle Imprese e del *Made in Italy*, Adolfo Urso, in una intervista al Corriere della Sera del 24 agosto 2025, abbia dichiarato che nel settore dell'*automotive* "il dazio maggiore è quello interno, imposto dalle folli regole del *Green Deal* che hanno portato alla crisi del comparto in tutta Europa, con la chiusura di interi stabilimenti e il licenziamento di decine di migliaia di operai", aggiungendo che "occorre procedere in fretta sulla revisione del Regolamento sulla CO2, applicando il principio della piena neutralità tecnologica".

59 In tal senso i dati riportati da Eurostat nel 2024.

se non potranno essere ancora viste – in conseguenza della applicazione dell'*Omnibus Package* sull'impianto originario della CSDDD - come fonte di *rules* dotate di un impianto di *enforcement* decisamente più stringente rispetto al passato, possano per lo meno essere ritenute una solida e persistente opportunità di *forward looking,* e cioè come forme di incentivazione di obiettivi di medio-lungo termine per promuovere necessariamente all'interno di prospettive ideate a livello sovra-statale, le capacità di innovazione e di collaborazione con altri *suppliers*.

In altre parole, un tragitto impegnativo e sfidante, pur sempre da proseguire nel rispetto della trasformazione tecnologicamente innovativa, per acquisire nuovi *know how* attraverso investimenti nei settori di ricerca e sviluppo, di sempre maggior ampiezza, posto che per reperire le risorse per affrontare seriamente le sfide che arrivano dall'estero anche in tempi ordinari, non si può pensare di affidarsi a sforzi nazionali, per di più frammentati.

Insomma, laddove la azione comunitaria - nonostante gli sforzi, frequentemente frutto di grandi compromessi, compiuti - non è ancora riuscita a creare solide basi per la realizzazione di un sistema imprenditoriale imperniato sulla sostenibilità, potranno forse supplire le prassi gestionali seguite da coloro che operano privatamente sul mercato, facendo necessariamente i conti con l'insopprimibile criterio di calibrare scrupolosamente i costi con i benefici[60]. Al riguardo, è stato recentemente constatato che nonostante la grande instabilità delle relazioni commerciali, il settore delle imprese private comunitarie ha mostrato solidità nell'effettuare sforzi di adattamento, con un ritmo nell'adozione delle nuove tecnologie di ultima generazione comparabile con quello osservabile negli Stati Uniti[61].

Si tratterebbe, quindi, di voler continuare ad accettare una sfida decisamente ambiziosa in un palcoscenico planetario, a dir poco demoralizzante, come quello attuale, all'interno del quale si ravvisano, anche a livello politico, plurime manifestazioni di *short terminism*, che sembrano impedire – al di là delle sempre meno frequenti affermazioni di facciata – la realistica attraibilità di una *corporate governance* sostenibile. Tuttavia "distruggere l'integrazione europea per tornare alla sovranità nazionale non farebbe al-

60 Come si è avuto occasione di fare presente in altra sede, non lascia indifferenti la lista nera delle società redatta dal noto investitore istituzionale *Black Rock* che già nell'anno 2020 aveva individuato e "bocciato" ben duecentoquarantaquattro imprese che avrebbero "compiuto progressi insufficienti nell'integrare il rischio climatico nei rispettivi *business model* e informative": a tal proposito si veda E. Rimini, *Sostenibilità e nuova* governance, cit., 295, nota 49. Questa linea di pensiero è stata condivisa anche nella prefazione di P. Vernero al volume, *Sostenibilità,* Governance *e Finanza dell'Impresa. Impatto degli* ESG *con particolare riguardo alle PMI*, in *https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2025/04/CNDCEC-Sostenibilita-governance-e-finanza-dellimpresa-revised-4-2025-170425.pdf*, 17 aprile 2025, VIII.

61 In tal senso Mario Draghi nel discorso integrale tenuto al *meeting* di Comunione e Liberazione di Rimini in data 22 agosto 2025, il cui testo è reperibile all'indirizzo *https://www.corriere.it/politica/25_agosto_22/discorso-mario-draghi-meeting-rimini-2025-7cc4ad01-43e3-46ea-b486-9ac1be2b9xlk.shtml*.

tro che esporci ancor di più al volere delle grandi potenze" e di conseguenza sarebbe quanto mai opportuno "trasformare lo scetticismo in azione", in quanto "la passività e la rigidità creano inazione" e "l'inazione è il peggior nemico dell'Europa"[62].

In tutti i casi, è innegabile che si sia ormai radicato pure tra i giuristi un cambiamento concettuale, ancor prima che culturale, che induce a non tenere più nettamente separati gli ambiti strettamente finanziari da quelli non finanziari, per effetto di una sempre più intensa relazione di integrazione e di reciproco condizionamento tra questi distinti comparti[63].

Ricorre, in definitiva, un movimento bidirezionale tra le regole generali di *corporate governance* ed i *sustainability issues* sia per ragioni politico-istituzionali, che per motivazioni di natura economico-sociale e quest'ultimo *trend* non andrebbe soffocato del tutto e così gettato nel cestino delle sole buone intenzioni.

I cambiamenti in corso, sempre più caratterizzati dall'introduzione di politiche industriali di ampio respiro non più affidate ai superati criteri della fede nel libero scambio, della apertura dei mercati e nel rispetto di regole multilaterali, imporrebbero però una revisione rapida dell'organizzazione politica europea[64]. Il tutto all'insegna di una maggiore integrazione sia per arrivare finalmente a realizzare l'ormai da tempo invocato mercato unico interno, tuttora caratterizzato dal permanere di troppe barriere, sia per realizzare progetti di comune interesse, trovando una intesa pure sulle modalità del loro finanziamento. Non si può che, infatti, che convenire sulla tesi che soltanto la definizione di nuove politiche commerciali di stampo sovra-nazionale, soprattutto se si tratta di affrontare la delicata tematica delle "tecnologie critiche" – coniugando necessariamente sostenibilità e digitalizzazione pure a livello del settore pubblico – potrà evitare il dilagare di forme di eccessiva sudditanza geopolitica da parte di ciascun

62 I virgolettati sono tratti dal poc'anzi citato discorso di Mario Draghi tenuto al *meeting* di Comunione e Liberazione di Rimini in data 22 agosto 2025.

63 In tal senso già M. Rescigno, *Note sulle «regole» dell'impresa «sostenibile». Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 1/2022, 168.

64 Particolarmente significativo, da ultimo, è il monito di Ursula Von der Leyen, sollevato nel suo già richiamato discorso sullo *Stato dell'Unione 2025*, in *https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_25_2053*, 10 settembre 2025.

Paese del vecchio continente[65].

65 Va in proposito richiamato quanto affermato da Mario Draghi al *meeting* di Comunione e Liberazione di Rimini in data 22 agosto 2025, e cioè la necessità che l'Europa si impegni a cambiare celermente la sua organizzazione politica, visti e considerati i segni di fragilità e vulnerabilità emergenti nello scenario e assetto attuale. Su questo argomento, che ha comprensibilmente attirato l'attenzione dei *mass media*, si veda a titolo esemplificativo, De Bortoli, *Il nuovo capitalismo. Il ritorno dello Stato*, ne *L'Economia del Corriere della sera*, 25 agosto 2025, il quale ha, tra l'altro, ricordato il pensiero espresso da Martin Wolf secondo cui ci si dovrebbe rassegnare "al fatto che è la geopolitica che condiziona l'economia, non il contrario come nell'era iperliberista". Ed ancora possono essere ricordate le parole della storica e premio Pulitzer Anne Applebaum, raccolte da Cremonesi, *Anne Applebaum: "Trump ha convinto Putin che può vincere sul campo. Ora l'Europa è sola"*, in *https://www.corriere.it/esteri/25_agosto_31/anne-applebaum-intervista-ac6a1c70-2000-4444-b0c0-a5f66557fxlk.shtml*, 31 agosto 2025, secondo la quale "se l'Unione europea aspira a mantenere la propria sovranità, la sua libertà, allora non necessita soltanto di una nuova strategia di difesa militare, ma anche di una propria autonoma politica estera unitaria", ribadendo così il concetto che l'Europa dovrebbe dare manifestazioni ancora più consistenti in termini di coordinamento ed unità.

Spunti su crowdfunding, doveri dei gestori e vigilanza prudenziale

LUCA VERNERO
Dottore di ricerca in diritto dell'economia e borsista
Università degli Studi di Torino

SOMMARIO: 1. Il *crowdfunding* nel panorama giuridico italiano. – 2. Cenni sulla normativa euro-unionale: il Regolamento (UE) n. 1503/2020. – 3. L'attuazione interna della normativa unionale e le risposte regolatorie domestiche. – 4. Adeguatezza "strutturale" dei *providers*: considerazioni preliminari. – 4.1. I requisiti organizzativi quali "*presupposti*" della vigilanza. – 5. Aspetti prudenziali. Il Regolamento Consob del 2023 e le indicazioni della Banca d'Italia. – 6. Cenni ai doveri di condotta dei gestori. – 7. I rapporti con i clienti tra *providers*, titolari di progetti e utenti delle piattaforme. – 8. Rilievi conclusivi.

1. Il crowdfunding nel panorama giuridico italiano

La materia inerente alle operazioni di *crowdfunding* (o CF) rappresenta un ambito di studio particolarmente approfondito dalla scienza giuridica: ciò si deve ad un'importante attività del legislatore domestico che, nella "configurazione" *equity*, ha mostrato particolare interesse verso lo sviluppo di tali transazioni. L'istituto[01] ha infatti conosciuto

01 Si veda in merito DE STASIO, *Il* crowdfunding, in AA.VV., *Il Testo Unico finanziario*, a cura di Cera e Presti, Bologna, 2020, p. 2325 ss., nonché MANZI, *Il fenomeno del* crowdfunding *e del* social lending*: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, p. 394 ss.; NOGAROTTO, *"*Social lending*": un "*trade-off*" tra digitalizzazione e riserva di attività*, in *Riv. trim dir. econ.*, 2022, 1, suppl. 3, p. 161 ss.

una stagione particolarmente florida sin dal 2012[02], agevolata in misura specifica dalla difficoltà di accesso al credito da parte di PMI e *start up*[03], tradizionalmente appannag-

02 Sono molti i contributi della dottrina sul tema. Senza pretesa di esaustività, si vedano CAGNASSO, La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding, in Il Nuovo Diritto delle Società, 2017, p. 1417 ss.; PIATTELLI, Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?, Torino, 2013, passim; FREGONARA, Start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento, Milano, 2013; ID., L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative, in Giur.it, 2016, p. 2287 ss.; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in AA.VV., Start up e P.M.I. innovative, opera diretta da Cagnasso e Mambriani, p. 799 ss.; ACCETTELLA e CIOCCA, Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding, in Giur. Comm., 2017, II, p. 241 ss.; CUZZOLA, La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema in Il diritto dell'economia, 2020, 3, p. 489 ss.; LAUDONIO, La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding, in Rivista ODC, 2014, 1, p. 1 ss. Per quanto riguarda le riflessioni di Autori e Autrici stranieri, ex multis, cfr. PARHANKANGAS, MASON e LANDSTRÖM, Crowdfunding. An introduction, in AA.VV., Handbook of Research on Crowdfunding, 2019, Cheltenham, p. 1 ss.; SCHWIENBACHER e LARRALDE, Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, 2010, reperibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183; DE MOOR e KIM, A comparative study on the regulatory framework of crowdfunding, in The Journal of Small Business Innovation, 2016, 1, p. 1 ss. Di notevole interesse sono poi le considerazioni contenute nell'indagine OCSE pubblicata nel febbraio 2015, New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments, secondo cui «the 2008-09 global financial crisis profoundly changed the business environment for SMEs and entrepreneurs, and access to finance was particularly affected. In many OECD countries, the crisis exacerbated the financial constraints typically experienced by SMEs, mainly as a result of information asymmetries in financial markets, and financial resources dried up for the most dynamic enterprises».

03 Si veda, in merito, il lavoro della Commissione Europea in relazione al pacchetto di azioni per l'introduzione di un *Listing Act* al fine di agevolare il procedimento di quotazione delle PMI, nell'ottica del completamento dell'Unione dei mercati di capitali, e consentire ai titolari delle società di quotarle sui mercati di crescita per le PMI utilizzando strutture azionarie a voto plurimo, in modo che possano mantenere un controllo sufficiente sulla società dopo la quotazione, tutelando nel contempo i diritti di tutti gli altri azionisti. Il rapporto della Commissione è disponibile al seguente *link*: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_22_7348. Sul punto, v. ANNUNZIATA, *"Il migliore dei mondi possibili"? L'accesso delle PMI alle* trading venues*: libertà, condizionamenti e* gold plating, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1175 ss.

gio degli istituti bancari[04].

Quanto alle finalità, la regolazione, ancorché priva di organicità[05] – il legislatore interno, in un contesto caratterizzato dal perdurare della crisi economica, aveva difatti regolato alcuni aspetti della fattispecie *equity crowdfunding* con il d.lgs. 179/2012, convertito con la l. 221/2012[06] – mirava in origine a rendere (*i*) governabile il fenomeno dal punto di vista della tutela degli utenti delle piattaforme[07] e (*ii*) più sostenibile il reperimento di risorse per i soggetti finanziati[08].

La normativa[09], destinata in un primo momento a rispondere all'esigenza contingente delle imprese di disporre di finanza alternativa a quella tradizionale proveniente dal

04 MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai* lending marketplace. *Linee di fondo*, in AA.VV., Marketplace lending. *Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni FinTech*, 5, a cura di Sciarrone Alibrandi, Borello, Ferretti, Lenoci, Macchiavello, Mattassoglio e Panisi, *Quaderni Consob*, Milano, 2019, p. 28 ss. Le Autrici notano come anche la "tipologia" di intermediazione tradizionalmente esercitata dagli istituti di credito sia differente da quella attuata dai portali *on-line.* In merito, si osserva: «il tipo di intermediazione svolta dalle banche (nello svolgimento dell'attività di raccolta del risparmio e creditizia) e dalle imprese di investimento è, infatti, assai diverso e tale differenza si ripercuote in modo significativo sulle scelte regolatorie di fondo che sono state compiute rispetto alle suddette due tipologie di intermediari. La banca, raccogliendo il denaro presso il pubblico in forma di fondi rimborsabili ed erogando finanziamenti a soggetti dalla medesima selezionati, svolge un ruolo di "intermediazione forte" assumendo direttamente su di sé il rischio di credito, oltre che di trasformazione delle scadenze e creazione di liquidità. Inoltre, raccogliendo in maniera professionale e specializzata informazioni sui richiedenti e sul loro merito creditizio, rende contenibili sia il problema di asimmetria informativa in capo a chi ha disponibilità di denaro sia i costi transattivi».

05 PEDERZINI e DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati di capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 272 ss.

06 Si veda PIATTELLI, *Il* crowdfunding *in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, cit., p. 3 ss.; ID., *Il nuovo Regolamento Europeo sul* crowdfunding, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 168-170.

07 Sul punto, si vedano le considerazioni di BOLLETTINARI e FREGONARA, *Il* crowdfunding, in AA.VV., Start up *e P.M.I. innovative*, diretta da Cagnasso e Mambriani, Bologna, 2020, p. 884 ss.

08 L'enfasi che il legislatore europeo ha posto sui metodi di finanza alternativa si caratterizza per lo sforzo delle istituzioni comunitarie di elaborare soluzioni utili alle PMI, anche nell'ottica di velocizzare l'opera di completamento del mercato dei capitali. In argomento, cfr. il Considerando n. 3 del Regolamento (UE) n. 1503/2020, secondo cui «il *crowdfunding* può contribuire a fornire alle PMI l'accesso ai finanziamenti e a completare l'Unione dei mercati dei capitali. Per le PMI, l'impossibilità di accedere ai finanziamenti costituisce un problema anche in quegli Stati membri in cui l'accesso al credito bancario è rimasto stabile durante la crisi finanziaria. Il *crowdfunding* è emerso fino a diventare una prassi consolidata per finanziare attività commerciali di persone fisiche e giuridiche. Tale finanziamento avviene attraverso piattaforme *online*; le attività commerciali sono in genere finanziate da un gran numero di persone od organizzazioni; e le imprese, incluse le start-up commerciali, raccolgono somme di denaro relativamente modeste».

09 Si ricordi che l'Italia è stata la prima nazione europea ad essersi dotata di una regolamentazione sul tema. Si veda, sul punto, MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'*equity crowdfunding *in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del* crowdfunding *a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2018, p. 133 ss.; BOLLETTINARI e FREGONARA, *Il* crowdfunding, cit., p. 864 ss.

ceto bancario[10], era diretta pertanto a incoraggiare la c.d. nuova imprenditorialità[11] e ad aumentare la crescita economica, i livelli occupazionali e lo sviluppo tecnologico[12] di una parte delle filiere produttive[13].

Sul versante del *lending crowdfunding*, invece, la produzione normativa era quasi del tutto assente. La scarna disciplina ad essa relativa era infatti stata oggetto, a partire dal 2016[14], di un'impostazione prudenziale adottata dalla Banca d'Italia, tesa ad esentare alcune delle attività ivi rientranti dalla disciplina sulla raccolta del risparmio, tanto con riferimento ai gestori delle piattaforme, quanto con riguardo ai prenditori (i cc.dd. *project owners*)[15]. Di talché, la disciplina si presentava come una (para-)regolamentazione di secondo livello, fondata su interventi di vigilanza e non su un quadro normativo

10 Si vedano le condivisibili considerazioni di CORSO, *Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di* crowdfunding*: prime considerazioni*, in *NLCC*, 2021, p. 267 ss., secondo cui il *crowdfunding* è «uno strumento complementare, ma non interamente sostitutivo rispetto ai tradizionali canoni di finanziamento delle piccole e medie imprese», nonché di TIBERII, *La regolamentazione Consob sulla raccolta di fondi* online*: l'*equity *e il* lending crowdfunding, in *Amministrativamente. Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo*, 2022, p. 138 ss.

11 La gamma si strumenti scambiabili, a seguito di riforme intervenute tra il 2012 e il 2017, comprendeva le quote o le azioni di PMI. Si noti che, adesso, possono essere scambiati «valori mobiliari», ovvero categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, come ad esempio a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento o a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure, oppure «altri strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*», e dunque «le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni».

12 CAPRIGLIONE, *Brevi note sul* crowdfunding, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, *Temi e problemi di diritto dell'economia*. Atti del Webinar "*La nuova regolamentazione del* crowdfunding", 28 marzo 2023, Università degli Studi di Perugia, a cura di Troiano, p. 124-125. L'Autore evidenzia: «l'*equity crowdfunding* si sostanzia in un acquisto diretto di quote di capitale di rischio da parte di soggetti che intendono finanziare un progetto presentato da giovani società, che sono in prevalenza start-up ad alto contenuto tecnologico e, dunque, con forti potenzialità di crescita».

13 BOLLETTINARI e FREGONARA, *Il* crowdfunding, cit., p. 872-873.

14 Cfr. la delibera n. 584 del 2016 della Banca d'Italia.

15 Con la citata delibera n. 584 del 2016, la Banca d'Italia aveva individuato, quanto ai gestori, criteri di esenzione dalle materie coperte da riserva bancaria: l'attività non sarebbe stata considerata abusiva nel caso di «ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del t.u.b. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114 *novies*, comma 4, del t.u.b.» ovvero di «ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati». Ai prenditori, invece, era consentito svolgere determinate operazioni, senza violare la suddetta riserva. Sul punto, infatti, le Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche avevano previsto la possibilità di acquisire fondi o «sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori» oppure «presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale».

compiuto. Il metodo legislativo era d'altronde volto a non "indebolire" modelli di finanza innovativi, pur tentando di inquadrare i relativi sviluppi entro margini di compatibilità con le regole di un sistema già esistente in materia di raccolta del risparmio e di intermediazione creditizia. Tale impostazione, se da un lato rappresentava uno strumento di *favor* verso la sperimentazione di nuove forme di finanziamento (quasi) disintermediato, dall'altro poneva criticità sotto il profilo della certezza giuridica. In particolare, risultava evidente l'assenza di un quadro normativo organico in grado di disciplinare in maniera puntuale i rapporti tra piattaforme, investitori e prenditori, con il rischio di lasciare ampi spazi a prassi eterogenee e potenzialmente elusive.

Nel contesto tracciato, il dato positivo è giunto a un punto di svolta con l'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per il finanziamento delle imprese e delineante una disciplina apparentemente uniforme per i modelli sia *equity* sia *lending-based*, finalizzata a garantire un livello elevato di tutela degli investitori e a favorire il processo di creazione del mercato unico dei capitali nell'Unione Europea. Pertanto, a fronte di un approccio domestico frammentato, l'uniformazione prevista a livello unionale si pone (*rectius*: dovrebbe porsi) quale punto di riferimento imprescindibile per gli operatori del settore.

2. Cenni sulla normativa euro-unionale: il Regolamento (UE) n. 1503/2020

Come detto, la differenza regolatoria emergente dal sistema italiano in ordine all'*equity* e al *lending crowdfunding* risulta oggi in parte appianata dalle previsioni di cui al già citato Regolamento (UE) n. 1503/2020, ancorché soltanto con riferimento al finanziamento delle imprese[16]. Sulla scia della (parziale) uniformazione dei servizi "B2B" e "C2B", il *framework* euro-unionale consente dunque di individuare tratti comuni della disciplina e della vigilanza.

In particolare, a rilevare in via preliminare è la riserva di attività prevista nel Regolamento. I servizi ivi disciplinati possono essere forniti soltanto da persone giuridiche a ciò autorizzate dall'autorità competente dello Stato membro dell'Unione Europea[17] in

16 Si noti che i servizi di *crowdfunding* relativi all'erogazione di credito ai consumatori, definiti all'art. 3, lett. a), della direttiva 2008/48/CE del 23 aprile 2008, non sono ricompresi nell'ambito di applicazione del Regolamento.

17 MAZZA, NAVA e CALARCO, *Il gestore di portali. Autorizzazione e vigilanza prudenziale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 116 ss., i quali, a p. 117, rilevano: «il Regolamento *Crowdfunding*, secondo lo schema tipico della regolamentazione del settore finanziario, ha introdotto un regime armonizzato per l'autorizzazione dei prestatori di servizi di *crowdfunding*, che consente ai medesimi, a fronte dell'ottenimento dell'autorizzazione in uno stato Membro, di operare nell'ambito del regime c.d. di passaporto in tutti gli altri Paesi dell'Unione Europea. In linea con le più recenti tendenze nell'ambito della regolamentazione delle attività finanziarie, il legislatore europeo ha scelto lo strumento del regolamento per disciplinare la prestazione di servizi di crowdfunding, che consente il massimo livello di armonizzazione, lasciando margini di discrezionalità minimi agli Stati membri».

cui le medesime sono stabilite[18]. Autorizzazione che viene concessa a seguito della presentazione della domanda, corredata da un'ampia selezione di dati e informazioni circa la struttura di *governance*, i responsabili della gestione del *provider*, le procedure interne adottate e, eventualmente, gli accordi di esternalizzazione delle funzioni aziendali (art. 12, paragrafo 2, del Regolamento *crowdfunding*)[19].

Complessivamente il legislatore europeo si è dunque mosso nella consueta prospettiva di attuare un controllo preventivo sulla sussistenza dei requisiti prudenziali[20] di cui devono essere in possesso i *crowdfunding service providers* (CSP)[21], e sullo scrutinio circa le competenze dei soggetti apicali dei gestori delle piattaforme[22]. Infatti, i candidati a

18 In particolare – lo si è già anticipato – lo scorso 10 marzo il Consiglio dei Ministri ha approvato, in conformità alle disposizioni contenute nella legge delega n. 127 del 4 agosto 2022 per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti normativi dell'Unione europea (Legge di delegazione europea 2021), in esame definitivo il decreto legislativo di adeguamento della normativa interna al Regolamento (d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale il 24 marzo 2023, n. 71), prevedendo modifiche al T.U.F.; in particolare, viene reiterata la scelta di attribuire la competenza ad autorizzare le imprese all'esercizio dei servizi di *crowdfunding* sia alla Consob sia alla Banca d'Italia, la cui attività si svolge sulla base di finalità differenti, ancorché complementari, e in conformità a quanto sancito dall'art. 5 del Testo Unico. Si veda lo schema di decreto legislativo al seguente *link*: https://www.senato.it/leg/19/BGT/Schede/docnonleg/45899.htm. In merito a tale ultima innovazione legislativa cfr. il commento di FREGONARA, *L'attuazione del regolamento europeo in materia di* crowdfunding, in *Diritto Bancario*, 6 aprile 2023, reperibile al seguente *link*: https://www.dirittobancario.it/art/l-attuazione-del-regolamento-europeo-in-materia-di-crowdfunding/.

19 Il tema, che merita una trattazione più complessa e articolata, è stato approfondito da CUZZOLA, *La disciplina italiana dell'*equity crowdfunding*: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema* in *Il diritto dell'economia*, cit., 520-521: «l'esternalizzazione consiste in un generico riferimento a variegate forme di decentramento di parti di un'attività economica: essa si configura quale contratto sinallagmatico atipico, disciplinato mutuando tutte o alcune norme di una fattispecie tipizzata sulla base degli specifici accordi intercorsi».

20 In cui rientra, peraltro, anche la necessità per i *providers* di stipulare un'idonea polizza assicurativa relativa territori dell'Unione in cui le offerte di *crowdfunding* sono commercializzate attivamente o di dotarsi una garanzia comparabile, ai sensi dell'art. 11, par. 2, lett. b) del Regolamento europeo, che garantisca i fornitori almeno dai rischi elencati al par. 7 del medesimo articolo e sia redatta conformemente alle indicazioni di cui al par. 6.

21 Anche in virtù dell'istituzione di un registro pubblico di fornitori di servizi di *crowdfunding* preso la *European Securities and Markets Authority* (ESMA). In argomento cfr. LOUISSE e PASARIBU, *Authorization and Supervision of Crowdfunding Service Providers*, in AA.VV., *The EU Crowdfunding Regulation*, a cura di Ortolani e Louisse, Oxford, 2021, p. 140 ss.

22 Il controllo circa l'adeguatezza dei soggetti che ricoprono funzioni di amministrazione dei fornitori di servizi di CF non rappresenta una novità. Il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2012 e s.m.i., d'altronde, all'art. 9, già stabilisce quelli che sono i requisiti di onorabilità e professionalità di tali soggetti. I poteri di verifica da parte dell'Autorità, ora estesi anche ai *providers* esercenti attività di *lending* e *debt-based crowdfunding*, sembrerebbero pertanto rientrare in quadro di vigilanza, dove, tipicamente, lo statuto speciale permette al potere pubblico rilevanti facoltà di ingerenza nelle decisioni che, nelle realtà non vigilate, quali la nomina dell'organo gestorio, spettano unicamente ai soci.

diventare *provider* sono tenuti a fornire informazioni relative all'identità delle persone fisiche responsabili della gestione sociale, nonché la prova circa la sussistenza in capo a questi ultimi di requisiti di onorabilità e di sufficienti conoscenze, competenze ed esperienze per gestire il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* (art. 12, comma 2, lett. l)[23].

Tali forme di verifica, di là dal potersi equiparare a fattispecie più complesse, strutturate e "radicate", quali i processi di autorizzazione all'esercizio dell'attività cui soggiacciono gli istituti di credito o le imprese assicurative[24], parrebbero aver formalizzato nell'ordinamento domestico ipotesi di accertamento minori[25], meno gravose dal punto di vista quali-quantitativo. E del resto anche tale precisazione si misura con il concreto svolgimento di un'attività, quella attinente al *crowdfunding*, soltanto in parte sovrapponibile a schemi di regolazione prudenziale "conosciuti" nell'ordinamento. Si spiega, così, come l'adattamento dei principi di tutela che si sono richiamati non si sia opportunamente spinto nella materia *de qua* a eccessive forzature regolatorie, quantomeno in ambito unionale[26]; ma, sembrerebbe potersi argomentare, all'opposto, che la normativa abbia tenuto in considerazione la necessità di accostare al fenomeno forme di regolazione meno invasive, se osservate nella loro totalità, rispetto a quanto previsto per

23 Del resto, le medesime prerogative sono attribuite alla Consob nell'ambito dell'*equity crowdfunding*. Ci si riferisce in particolare a quanto sancito dall'Allegato 1 (*Istruzioni per la presentazione della domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel registro dei gestori e per la comunicazione ai fini dell'annotazione nella sezione speciale*), §A, n. 2, lett. c), del Regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*, cit., a norma del quale, il gestore deve fornire informazioni e documenti relativi alla sussistenza dei requisiti di onorabilità previsti dal Regolamento medesimo.

24 LEMMA, Crowdfunding *e disintermediazione creditizia: dallo* shadow banking system *alla nuova riserva di attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 61 ss.

25 Si vedano le considerazioni di CAPRIGLIONE, *Brevi note sul* crowdfunding, cit., 145, ove l'A. pone in rapporto il procedimento di autorizzazione con i poteri delle singole autorità nazionali che, nel Regolamento europeo, non trovano una chiara definizione, la determinazione della quale – anzi – viene lasciata ai legislatori nazionali: «a ben considerare [...] il legislatore europeo ha adottato nella fattispecie una procedura d'autorizzazione semplificata (*rectius*: una ridotta richiesta di dati agli operatori) che, ovviamente, comporta un ridimensionamento della funzione tipica delle autorità; non a caso il regolamento prevede, tra l'altro, che per garantire alle *start-up* e alle PMI un accesso agevole ai mercati dei capitali, la "scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento" è sottratta all'obbligo di approvazione da parte delle medesime (considerando n. 54). Si addiviene così alla configurazione di "una serie minima di poteri di vigilanza e di indagine, che dovrebbero essere conferiti alle autorità competenti conformemente al diritto nazionale" (considerando n. 62), con l'ovvia conseguenza che viene rimesso a quest'ultimo il riparto delle forme interventistiche spettanti alle differenti autorità cui negli Stati membri, a livello istituzionale, sono assegnati poteri di controllo».

26 Quanto alla disciplina interna, invece, le istanze prudenziali persistono nel regolare il *crowdfunding* in maniera non apprezzabilmente dissimile rispetto al settore bancario. Cfr. *infra* il §4 e il §5.

differenti tipologie d'imprese[27]. Così declinati, i requisiti autorizzativi dettati dal Regolamento europeo paiono idonei a coniugare due esigenze distinte: assicurare la tutela degli utenti e consentire alle piattaforme di aderire ad uno schema normativo coerente con le relative caratteristiche. Il tutto, con un approccio che consenta «alle piccole e medie imprese di svincolarsi dalla dipendenza dal credito bancario»[28].

3. L'attuazione interna della normativa unionale e le risposte regolatorie domestiche

Nel sistema ordinamentale italiano, l'attuazione della disciplina europea ha incontrato un limite nell'integrazione della stessa con un quadro normativo di per sé già formato, coinvolgente sia la Consob sia la Banca d'Italia. Ed infatti, il legislatore italiano ha in ogni caso previsto che il procedimento autorizzativo segua un *iter* "concertato" tra la due autorità[29], sulle quali oggi ricade una competenza condivisa, seppur «per finalità» differenti[30]. La prima risulta il «punto di contatto» (seguendo la dicitura euro-unionale)[31], cui trasmettere la domanda di accesso all'attività; tuttavia, la stessa concede (o revo-

27 MACCHIAVELLO, *La regolazione del* crowdfunding *in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di* crowdfunding *operanti in Italia e questioni ancora aperte*, in *Riv. dir. banc.*, gennaio-marzo 2024, p. 177 s.

28 Cfr. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, p. 130.

29 L'ipotesi è prevista dal Regolamento europeo sul *crowdfunding* che, all'art. 29, par. 2, stabilisce: «Qualora gli Stati membri designino più autorità competenti [...], essi stabiliscono i loro rispettivi compiti e designano una di esse come punto di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera tra le autorità competenti e con l'ESMA»

30 Ai sensi dell'art. 4-*sexies*.1, commi 5-6, t.u.f., la Consob è competente ad assicurare l'osservanza degli obblighi imposti dal Regolamento europeo 2020/1503 in materia di trasparenza, ivi inclusi gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di *crowdfunding*; in materia di correttezza, ivi incluse le procedure per la corretta prestazione dei servizi di *crowdfunding*, la gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, compresi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e incentivazione, gli incentivi, il trattamento dei reclami, le modalità di esercizio della funzione di controllo della conformità alle norme ove prevista; ad individuare le disposizioni nazionali applicabili alle comunicazioni di *marketing* diffuse sul territorio della Repubblica, nonché a svolgere la relativa attività di monitoraggio. La Banca d'Italia è invece competente ad assicurare l'osservanza degli obblighi imposti dal Regolamento *crowdfunding* in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio e di partecipazioni detenibili, informativa da rendere al pubblico sulle stesse materie; governo societario e requisiti generali di organizzazione, e di continuità dell'attività; organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni, sistemi di remunerazione e incentivazione, compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme, ove prevista, la gestione dei rischi ivi inclusi quelli relativi alla determinazione del tasso di default, audit interno ove previsto, ed esternalizzazione di funzioni operative; requisiti dei partecipanti al capitale del fornitore di servizi di *crowdfunding* che detengono almeno il 20% del capitale o dei diritti di voto; verifiche nei confronti dei titolari di progetti; requisiti degli esponenti aziendali del fornitore di servizi di *crowdfunding*.

31 Oltre al già citato art. 29, par. 2, Regolamento *crowdfunding*, v. il Considerando n. 61 del medesimo testo legislativo: «per garantire procedure di vigilanza e di autorizzazione efficaci, gli Stati membri dovrebbero definire i compiti e le funzioni che spettano alle autorità competenti, a norma del presente regolamento. Al fine di agevolare una cooperazione amministrativa transfrontaliera efficace, ciascuno Stato membro dovrebbe designare un punto di contatto unico incaricato di gestire le comunicazioni con l'ESMA e le autorità competenti nell'Unione».

ca) l'autorizzazione «sentita» la seconda (art. 4-*sexies*.1, comma 3, t.u.f.). I ruoli, poi, subiscono un'"inversione", qualora a fare richiesta siano banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 t.u.b. In tal caso l'autorizzazione è concessa dalla Banca d'Italia, «sentita» la Consob (art. 4-*sexies*.1, comma 4, t.u.f.).

Il meccanismo di reciproca consultazione predisposto dal legislatore ha reso necessaria l'istituzione di un costante flusso di informazioni tra le due autorità che, nel giugno 2023, hanno formalizzato in un apposito protocollo d'intesa gli aspetti più rilevanti di tale collaborazione (ai sensi del comma 7 del novellato art. 4-*sexies*.1 t.u.f.), tra cui figurano, oltre al richiamato sistema di *information flow*, regole sull'esercizio dei poteri regolamentari, ispettivi e sanzionatori, nonché sui provvedimenti di rilascio, estensione e revoca dell'autorizzazione[32]. Così, sebbene le aree di specificità risultino dettagliate e in principio non sovrapponibili tra loro, i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono soggetti alla vigilanza prudenziale dei due regolatori. Fattore, quello da ultimo segnalato, che dovrebbe allo stesso tempo consentire una maggior capacità di intervento nell'accertamento di irregolarità o patologie nella fornitura dei servizi medesimi e una maggiore coerenza circa l'applicazione dei requisiti introdotti dalla disciplina. Ma che, al contempo, corre il rischio di un'eccessiva burocratizzazione del sistema interno, la quale risulterebbe in contrasto con la concreta declinazione del *business*, nato con il fine di slegare alcune ipotesi di reperimento dei capitali dai tradizionali sistemi di credito o di capitali[33].

Sicché il principio autorizzativo, posto quale vincolo all'esercizio di servizi di CF e contenuto, per il *lending crowdfunding*, nelle disposizioni nazionali antecedenti, nella normativa euro-unionale vigente e nella conseguente correlata disciplina di attuazione, parrebbe risolversi in una specifica riserva di attività attinente ai servizi prestati dalle piattaforme; l'autorizzazione, infatti, configura una condizione necessaria della forni-

32 ROTONDO, *La regolazione europea e italiana del* crowdfunding*. Un possibile* "modello" *di regolazione per gli strumenti di finanza alternativa?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. 3, *Temi e problemi di diritto dell'economia*. Atti del Convegno *"L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici"*, 24-25 ottobre 2024, Università degli Studi di Napoli "Parthenope", a cura di Rossano, p. 97 ss.

33 Cfr. il precedente §1.

tura dei servizi[34], realizzabile da soggetti non necessariamente coinvolti nella pratica bancaria[35], e – indirettamente – della vigilanza.

Un punto, quest'ultimo, che segna certamente un mutamento in ordine ai principi ispiratori che avevano caratterizzato l'introduzione dei relativi istituti nell'ordinamento interno. In tale ambito, infatti, sulla base della riserva di cui all'art. 106 t.u.b.[36], a norma del quale «l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia», erano già stati introdotti, nel sistema italiano, simili requisiti prudenziali, inclusa l'autorizzazione, limitatamente alla fornitura dei servizi di *lending*. La normativa vigente, attuata sulla base del Regolamento (UE) n. 1503/2020, d'altro canto, prevede un procedimento di autorizzazione generalizzato, in ragione della specificità del *crowdfunding*, e non della sua comparabilità con altri tipi di attività[37].

34 Cfr. MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai* lending marketplace, cit., p. 29, secondo cui «la semplice messa in contatto tra loro di soggetti privati per la stipula di contratti di finanziamento non costituirebbe, infatti, di per sé attività riservata (ma, piuttosto, mediazione *ex* art. 1754 c.c. o mandato *ex* art. 1703 c.c.). Se si esclude, infatti, che le piattaforme eroghino direttamente prestiti a proprio rischio, non vi sarebbe alcuna interferenza con la riserva dell'attività bancaria o di erogazione dei finanziamenti; inoltre, intermediando prestiti tra privati (e non tra privati e prestatori professionali) le piattaforme non svolgerebbero neppure attività di mediazione creditizia». Tuttavia, «una tale configurazione non appare corrispondente alla realtà – continuano le AA. – una tale configurazione non appare corrispondente alla realtà [in quanto] tutte le piattaforme oggi attive e operanti nel nostro paese offrono – sia pure in diversa quantità e intensità – servizi agli utenti di varia natura attinenti alla predisposizione di un luogo di incontro di domanda e di offerta in una logica di mercato».

35 La specificazione assume un importante valore sistematico se si considera che prima dell'introduzione della normativa di matrice euro-unionale, la fornitura di servizi *lending-based* era consentita, sulla scorta delle fonti secondarie, soltanto a quei soggetti che fossero autorizzati all'esercizio dell'attività bancaria oppure a soggetti diversi dalle banche che fossero autorizzati ai sensi dell'art. 106 t.u.b., ovvero quali istituti di pagamento o istituti di moneta elettronica. Sul punto v. LEMMA, Crowdfunding *e disintermediazione creditizia: dallo* shadow banking system *alla nuova riserva di attività*, cit., p. 61 ss.; MACCHIAVELLO, *La regolazione del* crowdfunding *in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di* crowdfunding *operanti in Italia e questioni ancora aperte*, cit., 156 ss.

36 In ordine al quale v. CAPRIGLIONE e LEMMA, *Commento* sub *art. 106*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, Padova, 2018, II, 1565 ss., ove ulteriori riferimenti; ANTONUCCI, *L'intermediazione finanziaria non bancaria nel d. lgs. 141/2010. Profili di sistema*, in *Riv. trim dir. econ.*, 2011, I, p. 29 ss.; più recentemente RISPOLI FARINA, *Commento* sub *art. 106*, in AA.VV., *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni*, a cura di Costa e Mirone, Torino, 2024, II, 1515 ss.

37 LEMMA, *op. loc. ult. cit.*

4. Adeguatezza organizzativa dei providers: considerazioni preliminari

Le notazioni circa il ruolo dirimente affidato alle autorità indipendenti nazionali devono essere coniugate con i doveri di carattere generale che ricadono sui gestori.

In merito a tale profilo, spetta all'organo amministrativo la definizione e la "sorveglianza"[38] sull'applicazione di procedure adeguate che garantiscano una gestione efficace e prudente. La precisazione non è di poco conto e tocca aspetti di "vertice" della *governance* degli enti[39]: alla luce dell'esigenza di tutelare mercato e investitori, infatti, la normativa europea impone un importante sforzo operativo agli amministratori. Questi, nel contesto giuridico italiano, oltre al rispetto dei doveri esplicitati agli artt. 2086, secondo comma, 2381 (o 2475), c.c., e ricavabili interpretativamente dall'art. 2403, c.c. sono chiamati ad osservare doveri organizzativi specifici e connaturati alla natura dell'attività svolta[40].

I requisiti organizzativi richiesti ai *providers* per ottenere (e mantenere) l'autorizzazione necessaria a gestire le piattaforme ed effettuare operazioni di *crowdfunding* sono, d'altronde, nella visione del legislatore europeo, parte integrante di una gestione «efficace

38 Preme sottolineare che il significato del verbo *sorvegliare* (art. 4 del Regolamento) non possa che essere ricondotto al significato della parola *valutare* (artt. 2086, 2381 e 2475 c.c.), più che di *vigilare* (art. 2403 c.c.). D'altronde, una lettura differente potrebbe risultare incoerente con quelli che sono i tipici doveri attribuiti rispettivamente agli amministratori non delegati e all'organo di controllo nell'ordinamento italiano. Su tale ultimo aspetto, si vedano IRRERA, *Assetti adeguati e governo delle società di capitali,* Milano**,** 2005; ID., *Collegio sindacale e assetti adeguati,* in AA.VV., *Il collegio sindacale. Le nuove regole*, a cura di Alessi, Abriani, Morera, Milano, 2007, p. 272 ss.; BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, 2008, Torino; MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 535 ss.; MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, a cura di Irrera, Bologna, 2016, 41 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale,* IV, 4.VI, fondato da Buonocore, diretto da Costi, Torino, 2019 e, da ultimo, RIGANTI, *Consiglio di amministrazione, presidente e organi delegati*, in AA.VV., *Trattato delle società,* diretto da Donativi, Torino, 2022, p. 1523 ss.

39 Infatti, come noto, la riforma del diritto societario (d.lgs. 6/2003), ha portato con sé, *inter alia*, la modifica dell'art. 2392 c.c., sulla responsabilità degli amministratori (la disposizione, ancorché non richiamata, reca la medesima disciplina dettata dall'art. 2476 c.c. in tema di s.r.l.). Si legge nella Relazione di accompagnamento al decreto: «la eliminazione dal precedente secondo comma dell'art. 2392 dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli artt. 2381 e 2391), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che (...) finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili».

40 Si pensi al dovere di operare verifiche periodiche delle strutture interne e sul mantenimento dei requisiti necessari per svolgere l'attività. Infatti, almeno una volta ogni due anni, ai sensi dell'art. 4, paragrafo 3, del Regolamento, l'organo amministrativo esamina, tenendo conto della natura, della portata e della complessità dei servizi prestati, i presidi prudenziali e il piano di continuità operativa.

e prudente»[41] di cui all'art. 4 del Regolamento. Concetto, quest'ultimo, che risulta di difficile inquadramento definitorio.

In via di sintesi, potrebbe affermarsi che una gestione efficace debba qualificare un'attività esercitata con l'obiettivo di evitare conflitti di interesse (nonché di eliminare elementi in grado di rallentare od ostacolare il *day-to-day management* dei CSP); per quanto concerne il significato da attribuire alla prudenza, essa dovrebbe riferirsi alle procedure utili ad assumere decisioni non sproporzionatamente rischiose per il *business* di riferimento[42]. Inoltre, se il criterio della efficace e prudente gestione, sottoposta alla vigilanza settoriale, funge da canone di valutazione teso al rilevamento di eventuali profili di responsabilità[43], esso potrebbe in ogni caso divenire il viatico[44] attraverso cui immettere nel sistema controlli particolarmente severi e attribuire alle autorità regola-

41 Cfr. FERRETTI e MATTASSOGLIO, *Legal issues in the obligations for and effective and prudent management of crowdfunding service proveiders*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, a cura di Macchiavello, Cheltenham - Northamption, 2022, p. 86 ss. L'espressione non può che essere ricollegata alla locuzione (divenuta, a dire il vero, oramai quasi uno *slogan* per il legislatore secondario interno) sana e prudente gestione in ambito bancario. Sul significato da attribuirsi a tale ultimo concetto, si veda SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.; RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020; BROGI, Corporate governance *e sana e prudente gestione*, in *Banca impr. soc.*, 2010, p. 283 ss.

42 A rilevare in quest'ambito sono anche i Regolamenti Delegati della Commissione europea e – nello specifico – il Regolamento Delegato (UE) 2022/2118 «volto ad integrare le disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503 con le pertinenti "norme tecniche di regolamentazione" in materia di GIPP, ivi specificando altresì le *policies*, le procedure di *governance* e le modalità organizzative di cui i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono dotarsi al fine di garantire che un fondo a copertura dei rischi sia gestito (diretta o tramite un fornitore terzo) "con prudenza e possa conseguire i suoi obiettivi"». Così, MEZZACAPO, *Il finanziamento di «progetti di* crowdfunding*» a favore delle PMI e la «gestione individuale di portafogli di prestiti»*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 182-183.

43 Sul simile concetto della *sana e prudente gestione sociale*, cfr. per tutti le rilevanti considerazioni di PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Dir. banc. e merc fin.*, 2008, p. 385 ss.

44 Del resto, come già avvenuto in altri settori, e in particolare in quello bancario. Si vedano nello specifico CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della* governance *bancaria*, Torino, 2019, p. 67 ss., nonché DE POLI, *Sana e prudente gestione delle imprese finanziarie*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, a cura di Lener, Sciarrone Alibrandi, Rabitti e Sartori, Torino, 2024, 57 ss.; SARTORI, *op. ult. cit.*, 131 ss.; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2020; MOLITERNI, *"*Smania degli affari*" e rischio sistemico: l'etica come componente della sana e prudente gestione*, in AA.VV., *Banche ed etica*, a cura Sabbatelli, Padova, 2013, 181 ss.; COSTI e VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 62, 2008. Il testo è reperibile al seguente *link*: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2008-0062/index.html; nelle assicurazioni, sotto il vigore del Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008; DESIDERIO, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. econ. ass.*, 2010, 309 ss.

trici poteri penetranti e incisivi sulle regole di governo societario[45].

Peraltro, tale considerazione conduce ad un'ulteriore riflessione: la legislazione pare includere in norme di rango primario[46] chiari riferimenti alle prassi aziendalistiche. La questione di per sé non rappresenta una novità: nel nostro ordinamento è lo stesso art. 2403 c.c. ad elencare, tra i doveri del collegio sindacale, la vigilanza sul rispetto dei *principi di corretta amministrazione*. Parallelamente, il legislatore unionale ha inteso esplicitare gli adempimenti, organizzativi, informativi e prudenziali, cui i CSP sono tenuti. E, come verrà osservato, ha ridotto alcune delle disposizioni a corposi elenchi di requisiti e doveri, che non possono che appesantire (e forse fossilizzare) il quadro legislativo relativo alla fornitura di servizi di CF[47].

4.1 *I requisiti organizzativi quali "presupposti" della vigilanza*

Il Regolamento impone agli CSP di conformarsi a requisiti organizzativi ritenuti idonei a tutelare gli utenti delle piattaforme[48]. Essi riguardano – in primo luogo – il mantenimento di un'appropriata consistenza patrimoniale e la dotazione di un'adeguata organizzazione interna, involgente la separazione delle prerogative ricadenti in capo agli amministratori e l'istituzione di procedure volte alla prevenzione di situazioni di conflitto di

45 ANTONUCCI, *Commento* sub *art.* 5, in AA.VV. *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Costa, Torino, 2013, p. 39, che nella critica alla disposizione, ha osservato come il concetto di «sana e prudente gestione» sia stato in grado di lasciar «passa[re] [di] tutto», con ciò evidenziando che la mancata specificazione definitoria della locuzione abbia permesso di attuare un controllo prudenziale sempre più stringente nel contesto bancario da parte delle autorità indipendenti.

46 Norme di rango primario di fonte europea, che dunque determinano la disapplicazione del diritto interno, nel caso di contrasto tra le prime e quest'ultimo.

47 Si vedano, ad esempio, gli artt. 4, 6, 11, 12, del Regolamento.

48 La precisazione non sembra caratterizzata da un carattere particolarmente innovativo: trattandosi di un rapporto contrattuale, quello concluso tra gestore e finanziatore, per effetto dell'iscrizione al portale *online*, in cui si può identificare un contraente forte, su cui ricadono obblighi di protezione, ovvero il gestore medesimo, e un contraente debole, e cioè il singolo finanziatore.

interessi[49].

Rispetto a tale dovere organizzativo, il Regolamento richiede che venga creata una struttura orientata alla c.d. *segregation of duties*, ovvero alla distribuzione della titolarità di compiti e doveri tra i diversi membri del c.d.a.[50]. Anche in questo caso deve segnalarsi l'intersezione della normativa di riferimento con altri testi legislativi: nei contesti bancario e assicurativo, ad esempio, è ormai un principio sancito dal legislatore, europeo e nazionale, che la separazione dei ruoli nell'organo amministrativo sia uno dei

49 Situazioni di conflitto che potrebbero verificarsi nell'ipotesi di stretti legami tra lo svolgimento di servizi di *lending crowdfunding* e attività bancaria. Ne fa menzione PERRINO, *Appunti sul* lending-based crowdfunding *nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca, impresa e società*, 2022, p. 45-46, secondo cui «merita forse mettersi un accento (...) sui problemi che possono insorgere – in chiave di trasparenza, anzitutto, ma anche di temibili conflitti di interessi – rispetto alla variante operativa del LBC (...), in cui il CSP ponga in essere forme di cooperazione più o meno integrata o comunque presenti interrelazioni (fino alla partecipazione nella propria compagine societaria) con banche o altri intermediari finanziari autorizzati alla concessione professionale del credito: come nel caso in cui la piattaforma veicoli offerte di prestito già preventivamente istruite da tali intermediari, anche in punto di merito creditizio del progetto da finanziare, e dagli stessi poi non direttamente assunte, magari in ragione della loro eccessiva rischiosità o eccedenza rispetto a parametri di vigilanza da rispettare, bensì ribaltate e talora frammentate presso altri finanziatori – siano o no questi a loro volta organicamente collegati all'intermediario – che si facciano poi avanti sulla piattaforma *on line*; o come potrebbe accadere allorquando il CSP, nell'esercizio del ruolo più attivo di selezione e gestione che gli competa, ad esempio, nei fenomeni di *individual portfolio management of loans*, si avvalga dei servizi di banche o altri intermediari quali suoi delegati». Cfr. anche PEREIRA DUARTE, *Intermediation risk and conflicts of interest*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, cit., p. 136 ss.

50 Su cui v. LIEVERSE e PRONK, *Organizational and Operational Requirements for Crowdfunding Service Providers*, in AA.VV., *The EU Crowdfunding Regulation*, cit., p. 163 ss.

pilastri[51] di un'attività "sana e prudente"[52]. La locuzione, peraltro, richiama quella già ricordata di "gestione efficace e prudente" cui sono tenuti gli operatori che svolgano la loro attività nell'ambito del *crowdfunding*[53].

L'intento appare evidente: una gestione prudente, sempre nell'ottica del Regolamento, deve essere diretta a far sì che le funzioni essenziali e i compiti esecutivi non siano affidati ad un'unica persona che, nel caso prospettato, diverrebbe altresì il (solo) punto nevralgico dell'attività [54]; evitare che sia affidata ad un solo soggetto l'intera gestione

51 In merito alla sana e prudente gestione in ambito bancario, oltre agli Autori già citati, si vedano le disposizioni contenute la Direttiva (UE) n. 36 del 26 giugno 2013 (CRD IV), successivamente modificata dalla Direttiva 2019/878/UE (CRD V), nonché la Circolare di Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 s.m.i.; per quanto riguarda il settore assicurativo, v. DELL'ATTI e SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione. Regolamentazione, proporzionalità e gestione del cambiamento*, Milano, 2019; LANDINI, Corporate governance *e assicurazioni*, in AA.VV., Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di Callegari, Cerrato e Desana, Torino, 2022, p. 1287 ss.; GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni. L'impresa - i contratti*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale*, cit., III, 3, Torino, 2013.

52 Si noti che la Banca d'Italia ha elaborato gli *Orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding* nel 2023, posti successivamente in consultazione, terminata nel giugno 2023. Il testo è reperibile al *link*: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2023/crowdfunding/index.html. Tra i requisiti generali di organizzazione (§2.1), l'autorità ritiene che vi siano dispositivi di governo societario solidi, che comprendono processi decisionali e una struttura organizzativa che specifichino in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni, ossia l'insieme delle responsabilità e dei compiti assegnati per l'espletamento di una determinata fase dell'attività aziendale; un sistema di gestione dei rischi e di controllo interno ("SGRC") per la gestione e il controllo di tutti i rischi aziendali; efficaci flussi interni di comunicazione delle informazioni, anche al fine di assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti; politiche e procedure volte ad assicurare che il personale sia provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità attribuite e conosca le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie funzioni; politiche e procedure amministrative e contabili che consentano di fornire tempestivamente alle autorità di vigilanza documenti che presentino un quadro fedele della posizione finanziaria ed economica e che siano conformi a tutti i principi e le norme applicabili.

53 La diversità di formulazione dell'espressione non pare incidere in modo particolare sul significato ad essa attribuibile: una gestione "efficace", da un punto di vista economico-finanziario, è d'altronde anche una gestione "sana".

54 Cfr. l'art. 4, paragrafo 1, del Regolamento: «l'organo di gestione di un fornitore di servizi di *crowdfunding* definisce e sorveglia l'applicazione di politiche e procedure adeguate che garantiscano una gestione efficace e prudente, comprese la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse, in modo tale da promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei propri clienti». V. anche sul punto FERRETTI e MATTASSOGLIO, *Legal issues in the obligations for and effective and prudent management of crowdfunding service providers*, cit., p. 86 ss.

sociale diviene dunque dirimente per il buon funzionamento dei gestori dei portali[55]. In tale contesto rileva inoltre la valutazione circa il carattere *fit and proper* dei membri dei c.d.a. Sono infatti gli stessi fornitori di servizi a valutare la sussistenza di specifiche conoscenze, competenze ed esperienze dei propri consiglieri, in un'ottica di valutazione della relativa adeguatezza a ricoprire l'incarico[56]. Tale verifica rappresenta, dunque, un tassello imprescindibile nel più ampio disegno di una *governance* conformata e funzionale a salvaguardare l'affidabilità delle piattaforme e dei progetti finanziabili.

Deve tuttavia rilevarsi che le indicazioni fornite dal Regolamento sembrano contrastare con la mancanza di un requisito quantitativo di composizione del "organo di gestione" (art. 4 del Regolamento): non è infatti previsto un numero minimo di consiglieri, cosicché, in via generale, si può sostenere l'ammissibilità, almeno in determinate circostanze, della nomina di un amministratore unico[57]. Tale eventualità, però, al fine di scongiurare un "*cortocircuito*" del sistema, pare possibile soltanto qualora il gestore riesca a

55 Come anticipato, specialmente nei settori vigilati, la commistione di incarichi (e ruoli) non viene vista con favore da parte del legislatore e degli studiosi. A partire dale considerazioni di cui all'*Higgs Report*, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, Londra, 2003, reperibile sul sito *webarchive.nationalarchives.gov.uk*, dove al §A.2.1 viene chiarito che «*the roles of chairman and chief executive should not be exercised by the same individual. The division of responsibilities between the chairman and chief executive should be clearly established. It should be set out in writing and agreed by the board*», infatti, la separazione delle funzioni è stata attuata nelle società bancarie (cfr. Le *Disposizioni di vigilanza per le banche*, emanate da Banca d'Italia, Parte Prima, Titolo IV, Cap. 1, Sez. V, 2.1 - *Linee applicative*) e, seppur in via di autodisciplina, nelle società con azioni quotate. In merito v. la *Raccomandazione* 4 contenuta nel Codice di *Corporate Governance*, secondo cui «l'organo di amministrazione definisce l'attribuzione delle deleghe gestionali e individua chi tra gli amministratori esecutivi riveste la carica di *chief executive officer*. Nel caso in cui al presidente sia attribuita la carica di *chief executive officer* o gli siano attribuite rilevanti deleghe gestionali, l'organo di amministrazione spiega le ragioni di questa scelta», secondo il principio del *comply or explain*.

56 È poi previsto che venga indicata la disponibilità dei singoli consiglieri a dedicare un tempo sufficiente ad assolvere i doveri ad essi affidati. La previsione ricorda, in qualche modo, il c.d. cumulo degli incarichi. Tale disposizione, tuttavia, si caratterizza per genericità considerato che, ad oggi, non si rinvengono – diversamente da quanto accade in altri settori – parametri attraverso cui valutare eventuali incompatibilità. Il limite al cumulo degli incarichi è previsto per i componenti degli obblighi sociali nelle società con azioni quotate. Si veda in proposito la disciplina contenuta del Regolamento Emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 22551 del 22 dicembre 2022, agli artt. 144 *duodecies* - Art. 144 *quinquiesdecies*.

57 Sull'organo di gestione dei CSP, v. LIEVERSE e PRONK, *Organizational and Operational Requirements for Crowdfunding Service Providers*, cit., p. 165.

garantire, attraverso, ad esempio, accordi di esternalizzazione[58], un adeguato livello di separazione delle differenti prerogative, tra l'amministratore unico, l'alta direzione e le terze parti affidatarie di alcune funzioni[59].

Da un punto di vista organizzativo, poi, viene richiesta la creazione di sistemi e controlli interni adeguati volti, *inter alia*, al monitoraggio del rischio legato ai prestiti contratti tramite le piattaforme. La norma, contenuta all'art. 4, paragrafo 2, del Regolamento, si caratterizza per essere quella più compatibile con il dettato codicistico in tema di *governance*: con l'introduzione dell'art. 2086, secondo comma, c.c., il legislatore italiano ha chiarito che tutti gli imprenditori, societari o collettivi, hanno il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa[60]. E l'adeguatezza organizzativa deve essere valutata da un angolo visua-

58 Strumento che tuttavia non dovrebbe essere utilizzato in misura eccessiva, ovvero in modo da evitare di rendere il *provider* un'entità vuota. Gli *Orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di* crowdfunding, cit., (§2.1), chiariscono che: «in caso di esternalizzazione, almeno delle funzioni operative importanti, il fornitore di servizi di crowdfunding dovrebbe essere in grado di dimostrare che il soggetto terzo è qualificato e capace di esercitare le funzioni esternalizzate con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico, anche in relazione alla numerosità degli incarichi assunti dal soggetto terzo. Il fornitore di servizi di crowdfunding deve essere in grado di controllare in modo effettivo in qualsiasi momento la funzione esternalizzata, dare istruzioni al soggetto terzo e revocare l'incarico quando possa essere pregiudicata la qualità dei controlli interni o la capacità dell'autorità competente di monitorare il rispetto della normativa vigente. In tale ambito, il fornitore di servizi di crowdfunding dovrebbe individuare all'interno della propria organizzazione aziendale un responsabile del controllo delle funzioni esternalizzate provvisto delle competenze necessarie»

59 Sul punto è intervenuta la Banca d'Italia che, nelle *Disposizioni di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di* crowdfunding *per le imprese*, del 6 maggio 2024, ha previsto requisiti di composizione degli organi gestori qualitativamente più precisi.

60 Tali "sistemi e controlli interni adeguati" devono infatti identificarsi con gli assetti dell'impresa di cui, vista anche l'esplicitazione contenuta nell'art. 2086, secondo comma, c.c., come anticipato nel testo, si devono dotare tutti gli imprenditori che operino in forma societaria o collettiva. In argomento, *ex multis*, si vedano le riflessioni di RESCIO, *Brevi note sulla "gestione esclusiva" dell'impresa da parte degli amministratori di s.r.l.: distribuzione del potere decisionale e doveri gestori*, in *Ilsocietario.it*, 16 luglio 2019, reperibile al seguente *link*: https://iusgiuffrefl.it/dettaglio/8092076/brevi-note-sulla-gestione-esclusiva-dellimpresa-da-parte-degli-amministratori-di-srl-distribuzione-del-potere-decisionale-e-doveri-gestori?searchText=Rescio; POLLASTRO, *Organizzazione della gestione di vertice ed autonomia privata*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 1879 ss.; MIRONE, *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del "decreto correttivo" al Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 183 ss.; IBBA, *Codice della crisi e codice civile*, in *Rivista ODC*, 2019, p. 250 ss.; DI SARLI, *Sull'obbligo di dotarsi di assetti adeguati. Una prima applicazione*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, p. 71 ss.; FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 962 ss.; ID., *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi*, in *Rivista ODC*, 2021, 549 ss.; CAGNASSO, *Le misure idonee, gli assetti adeguati e l'organizzazione dell'attività dell'impresa*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 1597 ss.; RORDORF, *Doveri e responsabilità degli organi di società alla luce del codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 933 ss.; BASTIA e RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banca impr. soc.*, 2020, p. 359 ss.

le interno, tenendo conto della necessaria presenza (almeno) di un idoneo e dettagliato organigramma, con l'indicazione delle funzioni (c.d. funzionigramma), dei poteri e delle deleghe di firma e di procedure atte ad assicurare il corretto ed ordinato svolgimento delle attività aziendali e delle rispettive singole fasi[61].

Ma il medesimo assetto ha un'ulteriore funzione: permettere al fornitore di servizi di valutare, quasi sostituendosi inizialmente al singolo investitore (sia questo, mutuando l'espressione di cui all'art. 2, paragrafo 1, lett. j) e lett. k) del Regolamento, "sofisticato" o "non sofisticato"[62]), il rischio legato alle operazioni effettuate. L'assetto dell'impresa, dunque, rileva anche da un punto di vista esterno, in quanto appare mirato, in via prioritaria, alla valutazione dell'affidabilità dei progetti e dei relativi "proprietari", impattando parallelamente sull'informativa resa agli utenti delle piattaforme[63].

La disposizione, peraltro, pare coerente con le finalità del legislatore europeo di tutela dei singoli finanziatori e della stabilità del mercato, da un lato, e di implementazione di adeguate garanzie organizzative e di *risk management*[64] dei gestori, dall'altro[65]. Con ciò si richiede ai medesimi *providers* di effettuare un'operazione di *due diligence* a monte e quindi in un momento temporalmente antecedente alla pubblicazione delle offerte sul portale. A tale prospettiva, inoltre, sembra legarsi una concezione dell'intervento regolatorio pubblico che intravede nella selezione dei progetti una funzione di garanzia[66]. Ed è proprio nella direzione segnalata che la normativa circa l'adeguatezza organizzativa

61 V. per tutti DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., p. 26 ss.

62 Categoria cui sono riservati «i principali strumenti di protezione» adottati nel Regolamento. Così MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di* crowdfunding *alle imprese: un nuovo* gatekeeper?, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 98.

63 Cfr. per tutti PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul* crowdfunding, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 185.

64 Si vedano gli *Orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding*, cit., (§2.1), in cui si chiarisce: «il fornitore di servizi di crowdfunding definisce un processo di gestione dei rischi attraverso l'individuazione di un insieme di regole, procedure, risorse (umane), tecnologiche e organizzative) e attività di controllo volte a identificare, misurare o valutare, monitorare, prevenire o attenuare, nonché comunicare ai livelli gerarchici appropriati tutti i rischi che il fornitore assume o può assumere nelle diverse attività svolte, cogliendone, in una logica integrata, anche le interrelazioni reciproche e con l'evoluzione del contesto esterno. Per il fornitore di servizi di crowdfunding, assumono particolare rilievo i rischi operativi, inclusi i rischi ICT e di sicurezza, e quelli di natura legale e reputazionale».

65 Evidenzia LEMMA, Crowdfunding *e disintermediazione creditizia: dallo* shadow banking system *alla nuova riserva di attività*, cit., p. 77, che a rilevare e la creazione e il mantenimento di un'adeguata organizzazione interna: «l'organizzazione aziendale rappresentata nella domanda deve guidare la strutturazione dell'impresa e, dopo l'avvio della stessa, deve rimanere inalterata per garantire che la dinamica degli affari sia adeguatamente supportata dalle persone coinvolte nell'impresa».

66 Si vedano in particolare le considerazioni di MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di* crowdfunding *di* crowdfunding *alle imprese: un nuovo* gatekeeper?, cit., p. 86 ss.

interessa i profili tanto di governo societario, quanto aspetti attinenti alla regolamentazione prudenziale[67].

In particolare, l'art. 5, paragrafo 2, del Regolamento individua un c.d. "livello minimo di adeguata verifica", che deve includere i seguenti accertamenti: che il titolare di progetti non abbia precedenti penali relativi a violazioni di norme nel campo del diritto commerciale, fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio[68] o degli obblighi di responsabilità professionale; che il medesimo titolare non sia stabilito in una giurisdizione riconosciuta come non cooperativa o in un paese considerato ad alto rischio[69].

Gli accorgimenti richiesti ai fornitori dei servizi, tuttavia, non si risolvono nel mero controllo della sussistenza dei requisiti elencati dalla norma in commento.

Nell'ottica di tutelare gli investitori e ridurre i rischi connaturati alle operazioni svolte tramite CF, i *providers* sono tenuti a realizzare politiche concepite per assicurare che i progetti pubblicizzati sulle piattaforme siano selezionati in modo professionale, imparziale e trasparente. Anche nel contesto di selezione dei progetti, pertanto, sorgono ulteriori doveri organizzativi in capo ai CSP. Si noti, tuttavia, che il procedimento di organizzazione, prima, e di valutazione, poi, ancorché ispirato al principio di neutralità[70] e al rispetto di *standard* tecnici, è da collocare nella sfera discrezionale dei *providers*[71],

67 Il riferimento è nuovamente agli *Orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding* elaborati dalla Banca d'Italia.

68 La disposizione pare effettivamente porsi in collegamento diretto con la legislazione AML relativa al contrasto delle operazioni di riciclaggio. Sul punto la normativa interna secondaria, diretta emanazione di quella comunitaria (cfr. la Direttiva (UE) 2015/849 e gli Orientamenti congiunti emanati dalle Autorità di Vigilanza), stabilisce infatti i criteri a cui gli operatori - tra cui banche, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento, SGR, SICAV e SICAF - devono attenersi nella valutazione della propria clientela. Si veda il Provvedimento di Banca d'Italia del 30 luglio 2019, *Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*. Il documento è reperibile al seguente *link*: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/20190730-dispo/Disposizioni.pdf

69 Il livello di tale rischio deve essere valutato ai sensi dell'art. 9, paragrafo 2, Direttiva (UE) 2015/849. Si veda in merito LOUISSE, *Due diligence of project owners*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, cit., p. 105 ss.

70 Elemento che, nella regolazione di matrice comunitaria, è ispirato ad escludere la qualificazione dei servizi prestati dai CSP come servizi di consulenza in materia di investimenti a norma della direttiva MiFID II, nonché a quale argine all'insorgere di conflitti di interessi (Considerando n. 26).

71 Trattasi anche in questa circostanza di discrezionalità «tecnica» in cui le scelte effettuate dai CSP, tramite i propri organi e le proprie strutture interne, non sono libere, ma guidate da parametri relativi alla sicurezza e affidabilità dell'investimento, dal rispetto della disposizione di cui all'art. 5 del Regolamento e dai principi di trasparenza, correttezza e professionalità. Cfr. PERRINO, *Appunti sul* lending-based crowdfunding *nel reg. UE 2020/1503*, cit., p. 33.

i quali valutano, *inter alia*, l'affidabilità[72] sia dei titolari dei progetti, sia dei progetti medesimi[73].

5. Aspetti prudenziali. Il Regolamento Consob del 2023 e le indicazioni della Banca d'Italia

Come detto, la condivisa competenza regolatoria della Consob e della Banca d'Italia nell'ordinamento si risolve in una suddivisione dei ruoli, attuata per «funzioni», tra le Autorità. Il punto, del resto, si riflette anche nella predisposizione delle fonti di secondo livello.

In particolare, con il Regolamento Consob, adottato con delibera n. 22720 in data 1° giugno 2023, sono stati formalizzati obblighi di trasparenza concernenti le informazioni relative alla gestione del *business* e dei conflitti di interesse, nonché alle comunicazioni *marketing* sul territorio italiano.

L'Autorità finanziaria ha altresì fissato, all'art. 7 del medesimo Regolamento, requisiti di vigilanza informativa, prevedendo, al comma 1, comunicazioni periodiche (annuali) da parte dei soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di *crowdfunding* e, al comma 2, comunicazioni "ad evento", riguardanti in misura specifica l'inizio dello svolgimento

72 I soggetti finanziati, allo stesso tempo, non possono subire trattamenti discriminatori e devono essere trattati in modo equo. V. il Considerando n. 18, secondo cui «per mantenere un livello elevato di tutela degli investitori, ridurre i rischi connessi al *crowdfunding* e assicurare un trattamento equo di tutti i clienti, i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovrebbero mettere in atto una politica concepita per assicurare che i progetti sulle loro piattaforme siano selezionati in modo professionale, imparziale e trasparente, e che i servizi di *crowdfunding* siano forniti nello stesso modo».

73 Peraltro, nell'ordinamento domestico è stata prevista soltanto una specifica ipotesi di responsabilità dei *providers*, relativa all'omissione di alcune informazioni o alla somministrazione di informazioni imprecise o fuorvianti. A norma dell'art. 100 *ter*, comma 8, t.u.f., nel caso di prestazione di servizi di *loan portfolio management*, il gestore è responsabile delle informazioni contenute nel *Key Investor Information Sheet* – KIIS. Le ragioni poste alla base di tale norma risiedono nell'allentamento del principio di neutralità che, nel segmento specifico, lascia il passo ad una proattiva azione dei CSP. Tant'è che il KIIS, in questa circostanza, viene «redatto» dal gestore medesimo, mentre, nell'ambito degli altri servizi, la stesura del documento è rimessa al *project owner*.

dell'attività e «ogni modifica sostanziale delle condizioni di autorizzazione»[74]. L'espressione necessita un approfondimento semantico, non potendo il richiamo contenuto nella disposizione all'art. 15 del Regolamento europeo risultare sufficiente: la fonte euro-unionale, del resto, non specifica quali siano gli indici per indentificare il carattere sostanziale delle modifiche alle condizioni di autorizzazione. Tuttavia, deve rilevarsi che l'integrazione dell'attività dei regolatori pubblici permette di risolvere almeno in parte il tema posto dalla segnalata laconicità. Invero, la Banca d'Italia il 6 maggio 2024 – per il tramite di *Disposizioni* emanate sulla base del menzionato art. 4 *sexies*.1 t.u.f.[75] – ha fornito indicazioni utili al fine della relativa configurazione, da individuarsi – a titolo esemplificativo – in «variazioni rilevanti dei dispositivi di *governance*, dei meccanismi di controllo interno e dei servizi compresi nel programma di attività presentato in fase di autorizzazione (es., l'inclusione nel programma di attività di servizi ulteriori come la gestione individuale di portafogli di prestiti), la conclusione di nuovi accordi di esternalizzazione di funzioni operative e la perdita sopravvenuta dei requisiti di idoneità da parte di partecipanti al capitale ed esponenti aziendali»[76].

Nel contesto prudenziale, peraltro, si è giunti ad ulteriori approdi di vigilanza: in coerenza con quanto avviene in altri settori regolamentati, le autorità hanno maggiormente caratterizzato le disposizioni del Regolamento europeo, tanto con riferimento agli strumenti di *governance*, quanto con riguardo alla tipizzazione dei profili di *fit and*

74 Inoltre, l'art. 6, comma 1, del Regolamento della Consob, dispone che i fornitori di servizi di crowdfunding, autorizzati ai sensi dell'articolo 4-sexies.1 del TUF, forniscano ai potenziali investitori la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, rendendola contestualmente disponibile alla Consob. E che, in tema di vigilanza ispettiva, ai sensi dell'art. 30, par. 1, del Regolamento europeo le autorità competenti possono (*i*) esigere che i fornitori di servizi di *crowdfunding* trasmettano informazioni e documenti; (*ii*) esigere che i revisori dei conti e i dirigenti dei fornitori di servizi di *crowdfunding* «trasmettano informazioni»; oltre a (*iii*) eseguire ispezioni o indagini *in loco* in siti diversi dalle residenze private di persone fisiche e a tal fine entrare nei locali allo scopo di avere accesso a documenti e altri dati in qualunque forma, laddove vi sia il ragionevole sospetto che documenti e altri dati relativi all'oggetto dell'ispezione o dell'indagine possano essere pertinenti per dimostrare una violazione del presente regolamento». Si veda in proposito il documento di consultazione del 17 gennaio 2025 sugli obblighi di comunicazione di dati e notizie e di trasmissione di atti e documenti da parte dei fornitori di servizi di *crowdfunding* nei confronti della Consob, reperibile al seguente *link*: https://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/in-corso.

75 Cfr. le *Disposizioni* della Banca d'Italia di attuazione dell'articolo 4-*sexies*.1 t.u.f. in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese al Capo II, §1.

76 Tale specificazione supporta una considerazione ulteriore: la natura sostanziale dei mutamenti delle condizioni di autorizzazione si riferisce essenzialmente ai presidi di garanzia che la medesima Autorità bancaria aveva precedentemente fissato negli *Orientamenti* di vigilanza nel giugno 2023. Gli stessi, pur non rappresentando una fonte regolamentare vincolante, parrebbero nondimeno acquisire una portata di rilievo generale, in considerazione degli oneri informativi ricadenti sui gestori nel caso di mutazioni del relativo assetto organizzativo.

proper degli esponenti aziendali[77]. Si pensi, ad esempio, alla specificazione sui requisiti di idoneità, ove «in assenza di indicazioni puntali nella normativa europea» la Banca d'Italia ha chiarito che: (*i*) per la valutazione della competenza il fornitore dovrebbe prendere in considerazione sia la conoscenza teorica, acquisita attraverso gli studi e la formazione, sia l'esperienza pratica, conseguita nello svolgimento di attività lavorative precedenti o in corso; (*ii*) per la valutazione sul *time commitment*, il fornitore dovrebbe comunicare all'esponente il tempo stimato come necessario per l'efficace svolgimento dell'incarico. Per entrambi i criteri, in caso siano riscontrate limitate carenze, verrebbe prevista la possibilità per il fornitore di adottare misure correttive[78].

Sul versante dei controlli, poi, l'autorità bancaria ha nuovamente precisato che il Regolamento *crowdfunding* «richiede che i fornitori si dotino di un adeguato sistema di gestione dei rischi e di controllo interno, senza tuttavia fornire specifiche indicazioni in merito all'articolazione degli assetti organizzativi o delle funzioni di controllo aziendale»[79]. L'articolazione minima richiesta ai CSP, dunque, è stata nuovamente arricchita di indicazioni che, per espressa "ammissione", non trovano un puntuale riscontro nella normativa primaria.

Ebbene, l'intervento delle autorità domestiche parrebbe essersi spinto aldilà del semplice adeguamento al quadro unionale, incidendo in maniera significativa sulla configurazione complessiva della disciplina. E il tema, peraltro, pare presentare alcune criticità relative in misura specifica alla gerarchia delle fonti, giacché la caratteristica prevalenza dei formanti euro-unionali sulle norme nazionali è in qualche modo posta in discussione[80], in favore di una tendenza all'*overregulation*, attuata in ragione di imposizioni prudenziali che, tuttavia, tradiscono una visione «bancocentrica»[81]. Nondimeno, tale naturale propensione non può che apparire in contraddizione con l'introduzione di un regime – quello relativo al *crowdinvesting* – appositamente attagliato al *business* di riferimento, e non "modellato", o perlomeno non interamente "modellato", sulla disciplina creditizia[82]. Con il duplice rischio di un irrigidimento tecnico del sistema e di un disallineamento della disciplina, tanto in una logica di competitività dell'ordinamento e

77 È la stessa Relazione agli *Orientamenti* del giugno 2023 della Banca d'Italia a chiarire che, in tali ambiti, il Regolamento europeo non fornisce dettagli ulteriori rispetto ad indicazioni di carattere generale, ponendo così le ragioni di una regolamentazione secondaria che oltrepassa i confini della gerarchia delle fonti, da un lato, e appiattisce la disciplina su quella bancaria, dall'altro.

78 *Ibid*. Si noti che in punto di valutazione concreta del carattere *fit and proper* degli esponenti medesimi, gli *Orientamenti* richiamano nella sostanza quella prevista per gli intermediari vigilati.

79 *Ibid*.

80 Tra l'altro, da una fonte normativa secondaria e, in alcuni casi per giunta formalmente *soft law* (quanto agli *Orientamenti*), che tuttavia – per "prossimità" rispetto ai soggetti vigilati – produce effetti di particolare rilevanza sulla relativa regolazione.

81 MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del* lending-based crowdfunding *in Italia*, cit., 63 ss.

82 MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai* lending marketplace. *Linee di fondo*, cit., 28 ss.

quanto di vanificazione delle finalità di creazione di un mercato unico dei capitali.

6. Cenni ai doveri di condotta dei gestori

Nell'ambito di questa trattazione, risulta utile rilevare che il Regolamento impone in capo ai gestori il rispetto di alcuni canoni di condotta, che riproducono sostanzialmente obblighi[83] di cui alla direttiva *MiFID II*[84]. Ci si riferisce, in particolare, alla disposizione contenuta all'art. 3, comma 2, del Regolamento a norma del quale «i fornitori di servizi di *crowdfunding* agiscono in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti»[85].

Sul punto, occorre considerare la portata della disposizione e delle relative conseguenze interpretative: infatti, non si ritiene potersi operare un collegamento sistematico tra i suddetti criteri e il paradigma della già menzionata efficace e prudente gestione. Anzi, si potrebbe allo stesso tempo osservare che una gestione prudente da parte dei gestori di portali di *crowdfunding* possa non essere "equa"; oppure, all'opposto, una gestione finanziariamente non sostenibile potrebbe in ogni caso essere caratterizzata da "onestà". Così, le disposizioni vertenti sull'organizzazione dei fornitori parrebbero ispirarsi a criteri di tutela del mercato, più che degli investitori in quanto tali, in una prospettiva macroeconomica; al contrario, le norme di condotta dei *providers* sono essenzialmente dirette a proteggere l'investimento dei singoli, secondo una logica microeconomica.

83 Si veda sul punto CORSO, *Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di* crowdfunding*: prime considerazioni*, cit., p. 269 ss., nonché RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. MiFID II*, in AA.VV., *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di* governance *- mercati*, a cura di Troiano e Raimondo, Padova, 2016, p. 7 ss.; prima dell'introduzione della direttiva v. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, 809 ss.

84 Cfr. la Direttiva *MIFID II*, art. 24 (1), secondo cui: «gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui al presente articolo». Nello stesso senso, si veda anche il Considerando n. 86: «uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti). Tuttavia, al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti».

85 La versione inglese dell'articolo in commento recita: «*crowdfunding service providers shall act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of their clients*». Tuttavia, le espressioni *honestly* e *fairly* nel linguaggio giuridico anglosassone dovrebbe indicare una tipologia di condotta ispirata alla trasparenza e all'imparzialità; condotta che, dunque non dovrebbe risentire di spinte finalistiche tese a favorire l'ingresso di parametri di comportamento di carattere soggettivo. Sul punto cfr. il commento di NIELS HOOGHIEMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR*, in AA.VV., *Regulation on European Crowdfunding service providers for business. A commentary*, cit., p. 68 ss.

Si noti poi che, specialmente nella fornitura di servizi di gestione di portafogli individuali, i summenzionati criteri di condotta possono assumere una rilevanza centrale. In tale *sub* specie di *lending crowdfunding*, infatti, la discrezionalità dei gestori è particolarmente estesa, anche con riferimento alla selezione dei progetti: la stessa, ancorché "perimetrata" nei confini di un mandato *ad hoc* rilasciato individualmente dal cliente e sorretta principi fissati dal legislatore[86], non prevede una conferma dell'ordine, richiedendo al CSP di adottare solide procedure e metodologie per ottenere il miglior risultato possibile per l'investitore, avvalendosi di dati adeguati, nonché di comunicare in modo continuativo, attraverso mezzi elettronici e su richiesta, informazioni su ciascun portafoglio[87].

In ordine a tale ultima rilevazione, alcune imposizioni regolatorie debbono essere valutate con riferimento agli obiettivi fissati dalla normativa e ai possibili profili di responsabilità ricadenti sulle piattaforme.

Nulla quaestio circa il significato da attribuire al significato di "agire in modo professionale" del fornitore di servizi, rappresentando tale espressione il criterio di valutazione dell'operato dei gestori dei portali, in base alle specifiche competenze del relativo personale e alla natura dell'attività concretamente esercitata[88], soprattutto con riferimen-

86 A norma dell'art. 6, par. 1, del Regolamento europeo infatti «qualora un fornitore di servizi di *crowdfunding* offra una gestione individuale di portafogli di prestiti, un investitore conferisce il mandato precisando i parametri per prestare tale servizio, che include almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l'investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza».

87 Le informazioni minime sul portafoglio devono riguardare, a norma dell'art. 6, par. 4, lett. a) - g) del Regolamento europeo, almeno l'elenco dei singoli prestiti di cui è composto il portafoglio, la media ponderata del tasso di interesse annuale sui prestiti in un portafoglio, la distribuzione dei prestiti sulla base della categoria di rischio, in percentuale e in numeri assoluti, le informazioni chiave per ciascun prestito di cui è composto un portafoglio, tra cui almeno il tasso d'interesse o la forma alternativa di compensazione dell'investitore, la data di scadenza, la categoria di rischio, lo scadenzario per il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi, il rispetto da parte del titolare del progetto di tali scadenze, per ciascun prestito di cui è composto il portafoglio, le misure di attenuazione del rischio, compresi fornitori di garanzie reali o fideiussori o altri tipi di garanzie, nonché eventuali inadempimenti relativi ai contratti di credito da parte del titolare del progetto negli ultimi cinque anni, eventuali oneri pagati in relazione al prestito dall'investitore, dal fornitore di servizi di crowdfunding o dal titolare del progetto. Gli oneri comunicativi sono inoltre incrementati qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* abbia effettuato una valutazione del prestito e si riferiscono alla i) valutazione più recente; ii) data della valutazione; iii) spiegazione dei motivi per cui il fornitore di servizi di *crowdfunding* ha effettuato la valutazione; e iv) descrizione appropriata del probabile rendimento effettivo, tenendo conto di oneri e tassi di *default*, ai sensi della lett. h) della medesima disposizione.

88 In ambito finanziario, cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 809 ss.

to ai soggetti «non sofisticati»[89].

Eppure – lo si è già accennato – tra gli obblighi di condotta figurano anche l'"onestà" e l'"equità", da considerarsi quali ulteriori parametri di valutazione. E, nel quadro regolatorio dell'attuale contesto politico, sociale ed economico, tali espressioni pongono il concreto pericolo che dalla loro interpretazione si possa giungere in via ricostruttiva – in primo luogo giurisprudenziale – ad un aggravio del regime della relativa responsabilità.

A ragione, dunque, si potrebbe argomentare che tali indici, identificabili in schemi di valutazione, siano il frutto della visione finalistica, che mira primariamente alla tutela degli utenti delle piattaforme. Si tratta, peraltro, di formule ricollegabili a clausole generali, la cui indeterminatezza, di là dall'ispirare comportamenti virtuosi, potrebbe determinare incertezze e ambiguità. I menzionati criteri, pertanto, pur funzionali a rafforzare la protezione degli investitori, corrono il rischio di estendere la sfera di responsabilità dei gestori in misura sproporzionata, con conseguenze potenzialmente distoniche rispetto all'obiettivo unionale di garantire un regime di vigilanza proporzionato e calibrato sulle peculiarità del *crowdfunding*.

7. I rapporti con i clienti tra providers, titolari di progetti e utenti delle piattaforme

Le considerazioni poc'anzi svolte, riguardanti i presidi organizzativi e prudenziali posti la tutela degli investitori[90], valgono, seppur parzialmente, anche per quanto concerne la

89 Il Regolamento europeo, all'art. 2, par. 1, lett. k), definisce "*in negativo*" la categoria dell'investitore non sofisticato, ricomprendendovi la persona fisica o giuridica che non è un investitore sofisticato. Quest'ultimo, invece, è identificato in ogni persona fisica o giuridica che è un cliente professionale ai sensi dell'allegato II, sezione I, punto 1, 2, 3 o 4, della direttiva MiFID II o in ogni persona fisica o giuridica che ha l'approvazione del fornitore di servizi di crowdfunding (art. 2, par. 1, lett. j). Tra gli investitori sofisticati rientrano quindi 1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari. Si intendono inclusi tutti i soggetti autorizzati che svolgono le attività caratteristiche dei soggetti menzionati, che si tratti di soggetti autorizzati da uno Stato membro a norma di una direttiva europea, di soggetti autorizzati o regolamentati da uno Stato membro senza riferimento ad una direttiva europea o di soggetti autorizzati o regolamentati da un paese terzo, e in particolare : a) enti creditizi; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) OICR e società di gestione dei medesimi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) negoziatori per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) singoli membri di una borsa; i) altri investitori istituzionali; 2) le imprese di grandi dimensioni che ottemperano, a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti criteri dimensionali: totale di bilancio pari a euro 20.000.000,00, fatturato netto pari a euro 40.000.000,00 e fondi propri pari a euro 2.000.000,00; 3) i governi nazionali e regionali, compresi gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico a livello nazionale o regionale, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali come la Banca mondiale, l'FMI, la BCE, la BEI e altre organizzazioni internazionali analoghe; 4) altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

90 Tra cui rientra, peraltro, anche il sistema sanzionatorio predisposto dal Regolamento europeo e il correlato sistema di pubblicità dei provvedimenti emessi, nonché di reporting dei medesimi all'ESMA (cfr., rispettivamente, gli artt. 40-41 e gli artt. 42-43).

regolamentazione del rapporto tra i gestori, i titolari dei progetti e gli utenti.

Va evidenziato che, ai sensi dell'art. 2, paragrafo 1, lett. g) del Regolamento, infatti, la definizione di «cliente» si attaglia ad entrambe le categorie. D'altronde, i portali interagiscono con i soggetti finanziatori e i soggetti finanziati sulla base di accordi contrattuali e sono tenuti a obblighi di diligenza professionale, di organizzazione e di correttezza rispetto ad entrambe le categorie. E, sempre secondo la disposizione in commento, i CSP devono agire nel «migliore interesse del cliente»[91].

Deve evidenziarsi, pertanto, un elemento di criticità che merita una più approfondita analisi: i *providers*, per il ruolo che ricoprono, sono tenuti a mantenere un atteggiamento «neutrale»[92], tanto nella conduzione complessiva delle attività di gestione delle piattaforme stesse, quanto nella selezione dei singoli progetti che vengono presentati agli utenti. Tale neutralità è indispensabile al fine di scongiurare ipotesi di conflitti tra loro, le quali potrebbero compromettere l'affidabilità e l'equità delle scelte delle piattaforme, nonché la tutela degli interessi degli utenti. Tuttavia, a fronte della necessità ora segnalata, emerge una possibile "discrasia": la funzione stessa dei gestori richiede che essi operino con l'obiettivo primario di soddisfare, genericamente, il criterio del *best interest of clients*. Il rapporto trilaterale che si ingenera nelle operazioni di *crowdfunding*, pertanto, rende complessa – se non addirittura contraddittoria – l'esigenza di mantenere una posizione effettivamente imparziale, poiché l'interesse dei clienti, per sua natura, potrebbe essere plurale e non sempre univoco, imponendo così ai gestori di bilanciare «interessi» potenzialmente tra loro confliggenti.

Di qui, pare difficile comprendere come il bilanciamento tra l'imperativo della neutralità e l'obbligo di perseguire un soddisfacimento ottimale, benché generale, dei diversi in-

91 Unitamente a tale obbligazione (di mezzi) è stato introdotto anche il principio della *best execution*, di cui all'art. 3, par. 4. Entrambi, peraltro, ricalcano i corrispondenti principi sanciti nella direttiva MiFID II (rispettivamente, art. 24, par. 13, e art. 27).

92 Si vedano i Considerandi nn. 19, 21 e 26 del Regolamento europeo.

teressi[93] in capo ai clienti-investitori e ai clienti-offerenti[94], possa trovare un compiuto raggiungimento. Affiorerebbe anzi nelle pieghe del testo normativo un *vulnus* regolatorio, i cui riflessi sistematici potrebbero, pertanto, collare i *providers* in una condizione di conflitto "istituzionale". Essa risulterebbe fondata sulla mancata distinzione, auspicabile quantomeno con riguardo ad alcune disposizioni, tra interessi degli investitori e interessi dei prenditori. Nel presente ambito di indagine, infatti, ben potrebbe verificarsi la circostanza che gli stessi risultino divergenti[95]; tale ipotesi, tuttavia, non è stata presa in considerazione dal legislatore euro-unionale, che sul punto ha dettato un'articolata disciplina[96] tesa a prevenire eventuali ipotesi di conflitti ricadenti sui soli *providers*[97]. Adottando un'interpretazione in linea con il solo Regolamento europeo, il rapporto tra gli interessi dei finanziatori e quelli dei prenditori dovrebbe pertanto essere valutato dai CSP verificando nel caso concreto quale interesse sia da preferire, al fine di tutelare i clienti nel miglior modo possibile e mantenere una posizione di equilibrio tra le rispettive posizioni.

Allo stesso tempo, va considerato che la complessità regolatoria non si esaurisce al perimetro della normativa primaria. In una prospettiva di integrazione, anche ulteriori fattori, tra cui il potere regolamentare in capo alla Commissione, svolgono un'opera di

93 La questione poi assume contorni più ampi se si volge lo sguardo all'art. 3, paragrafo 2, del Regolamento, relativo alle modalità di prestazione dei servizi e alla tutela dei "clienti", a norma del quale «i fornitori di servizi di crowdfunding agiscono in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti».

94 NIELS HOOGHIEMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR*, cit., p. 68 ss.; VAN POELGEEST e LOUISSE, *The regulatory position and obligations of project owners*, in AA.VV. *The EU Crowdfunding Regulation*, cit., p. 183 ss. In ordine alla determinazione pratica della fornitura di servizi di CF, v. GAGGERO, Digital finance *e* crowdfunding*: profili delle relazioni negoziali*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 3, cit., p. 43 ss. che sul collegamento tra contratto e attività rileva trattarsi di: «un nesso che astrattamente implica e concretamente si realizza attraverso il perfezionamento d'una necessaria molteplicità di atti negoziali con plurimi soggetti: per essere l'impresa funzionale all'offerta professionale di beni e servizi la cui produzione o scambio ne sono le finalità, dunque naturalmente rivolta al mercato siccome destinazione congeniale di quelli se tali fini siano non occasionalmente perseguiti; e comunque, più in generale, per essere istituito con un'attività. Una molteplicità, inoltre, che può precisarsi nella serialità dei contratti, seppure non necessaria, se si ricorra alla standardizzazione del regolamento convenzionale dei rapporti patrimoniali che accentua la funzione normativa del negozio, che nel caso del crowdfunding è doppiamente coinvolto: in quanto regolamento del servizio; e in quanto regolamento dell'operazione economico-giuridica che il servizio promuove, quindi eventuale».

95 Il presupposto di tale ragionamento è che, di norma, gli interessi tra finanziati e finanziatori coincidano, e siano in entrambi i casi rappresentati dal buon esito del progetto ideato e finanziatori.

96 Che anche in questo caso ripercorre la disciplina prevista dalla direttiva MiFID II, e che non si discosta dal paradigma ordinamentale interno previsto sino all'entrate in vigore della normativa euro-unionale. Sul punto v. MACCHIAVELLO, *La regolazione del* crowdfunding *in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di* crowdfunding *operanti in Italia e questioni ancora aperte*, cit., p. 201 ss.

97 Cfr. l'art. 8 del Regolamento (UE) n. 1503/2020 nonché Cfr. PEREIRA DUARTE, *Intermediation risk and conflicts of interest*, cit., p. 136 ss.

specificazione delle fattispecie e delle norme. In particolare, nel caso di specie il Regolamento delegato (UE) 2022/2111 del 13 luglio 2022 interviene sancendo il dovere in capo ai gestori di aggiornare le informazioni relative ai propri conflitti di interesse, fornendo altresì una descrizione, specifica e chiara dei medesimi e dei rischi ad essi connessi nel contesto di un determinato servizio, che tenga conto della categoria dei "clienti" (espressione da "leggersi" nel caso di specie come "utenti") – sofisticati o non sofisticati – ai quali sono destinate tali informazioni (art. 3, parr. 1 e 2).

Va dunque ulteriormente considerato che le precisazioni della Commissione, unitamente alle prescrizioni contenute nel Regolamento in ordine alla tutela degli investitori, potrebbero in ogni caso portare a ritenere che l'ipotesi di conflitto tra interessi (anche potenzialmente) contrapposti possa trovare una positiva soluzione nella prevalenza della posizione dei soggetti finanziatori su quella dei *project owners*. A tale conclusione, infatti, si può pervenire se si considera che le norme sul *crowdfunding* hanno stabilito un perimetro di disciplina teso al corretto funzionamento del mercato e alla tutela degli investitori, in virtù dei plurimi presidi organizzativi, di condotta e, in parte, di salvaguardia delle scelte, che – come rilevato – interessano l'attività delle piattaforme[98], secondo tanto una concezione imprenditoriale, quanto di *gatekeeping* del sistema.

8. Rilievi conclusivi

Il Regolamento (UE) n. 1503/2020 ha il pregio di aver introdotto, nel più generale ambito del finanziamento delle imprese, una disciplina unitaria, connaturata al tipo di servizio offerto dai gestori delle piattaforme *online*, e quindi intersecante la raccolta di denaro (*fund*) con una moltitudine di utenti (*crowd*).

Occorre segnalare che l'opportuna scelta legislativa di sancire una regolamentazione omogenea, impattante sui CSP che svolgano operazioni *equity*, *debt-based* o di *lending crowdfunding* rientranti nell'ambito oggettivo di applicazione del Regolamento, è stata tuttavia contemperata dall'esigenza di introdurre alcuni regimi derogatori o, in ogni caso, specifici per alcune sottocategorie di servizi[99]. L'unicità della normativa, dunque, e forse necessariamente, tende a svanire in virtù delle peculiarità dei singoli settori di riferimento (*equity*, *debt-based* o *lending* e le relative sottocategorie) e degli adempimenti ad essi collegati. È il caso del servizio di gestione individuale di portafogli, nella variante *lending*, in cui i presidi di garanzia e salvaguardia delle operazioni rispondono

98 In coerenza, peraltro, con le indicazioni di cui al Considerando n. 7 del Regolamento europeo 1503/2020, secondo cui «al fine di promuovere i servizi transfrontalieri di crowdfunding e di agevolare l'esercizio della libertà di offrire e ricevere tali servizi nel mercato interno, è necessario affrontare gli ostacoli che si frappongono al corretto funzionamento del mercato interno di servizi di crowdfunding e garantire un livello elevato di tutela degli investitori stabilendo un quadro normativo a livello di Unione».

99 Per alcuni esempi, si vedano le obbligazioni *aggiuntive* in capo ai gestori che stabiliscano il prezzo di un'offerta di *crowdfunding*, ai sensi dell'art. 4, paragrafo 4, o che svolgano anche il servizio di gestione di un portafoglio individuale di prestiti, di cui all'art. 6 del Regolamento. Sul punto v. PERRINO, *Appunti sul* lending-based crowdfunding *nel reg. UE 2020/1503*, cit., p. 36-38.

all'esigenza di sorvegliare con maggior vigore il regolare svolgimento delle transazioni, a valle, e sull'opportuna selezione dei progetti finanziabili, a monte.

Inoltre, permangono dubbi in ordine alla relativa implementazione domestica. In particolare, in questo ambito, i profili prudenziali concernenti l'organizzazione interna dei *providers*, la relativa *governance* e i controlli di vigilanza, paiono aver parzialmente appiattito la disciplina del fenomeno a quella prevista per gli istituti bancari, rendendo in parte vana – perlomeno nel nostro Paese – l'opera di definizione (se non di vero è proprio "distaccamento") che il legislatore europeo mirava a realizzare[100].

Il tema, peraltro, non è nuovo nel presente campo di indagine: infatti, da più parti[101] si segnalava, già prima dell'emanazione del Regolamento (UE) 1503/2020, l'esistenza di una visione (miope e) "bancocentrica" del *crowdfunding* – soprattutto *lending based* – che, all'opposto, si configura quale fenomeno a sé stante rispetto alla pratica creditizia. Ebbene, un giudizio equivalente può essere offerto sotto il vigore della disciplina vigente, la cui attuazione segue schemi di regolazione[102] già conosciuti nel panorama vigilato italiano e si discosta, per il vero soltanto in parte e in virtù della ridotta porzione di mercato che il *crowdfunding* occupa, dalla regolazione prudenziale dei settori sistemici.

Il *discrimen* non pare, dunque, qualitativamente apprezzabile e corre il rischio di sottoporre gli operatori dello specifico (e ristretto[103]) mercato a imposizioni rigide e non pienamente giustificate. Va, infatti, tenuto a mente che il regime contenuto delle operazioni non pare legittimare uno sforzo prudenziale teso, essenzialmente, a immettere

100 E che ha spinto il legislatore a disciplinare le tre forme di CF all'interno del medesimo Regolamento. Cfr. il Considerando n. 1 del Regolamento (UE) 2020/1503: «il *crowdfunding* (finanziamento collettivo) si sta affermando sempre più come forma di finanza alternativa per le *start-up* e le piccole e medie imprese (PMI), che riguarda solitamente investimenti modesti. Il *crowdfunding* rappresenta un tipo di intermediazione sempre più importante in cui il fornitore di servizi di *crowdfunding*, senza assumere a proprio titolo alcun rischio, gestisce una piattaforma digitale aperta al pubblico per realizzare o facilitare l'abbinamento tra potenziali investitori o erogatori di prestiti e imprese che cercano finanziamenti. Tali finanziamenti potrebbero assumere la forma di prestiti o di emissione di valori mobiliari o di altri strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*. È opportuno, pertanto, includere nell'ambito di applicazione del presente regolamento sia il crowdfunding basato sul prestito sia il crowdfunding basato sull'investimento, dal momento che tali tipologie di crowdfunding possono essere strutturate come alternative di finanziamento comparabili»

101 MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del* lending-based crowdfunding *in Italia*, cit., p. 63 ss.; nonché MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai* lending marketplace. *Linee di fondo*, cit., 28 ss.; PERRINO, *Appunti sul* lending-based crowdfunding *nel reg. UE 2020/1503*, cit., p. 27-28.

102 L'espressione è "voluta" in quanto, tanto nell'ordinamento sovranazionale, quanto in quello interno, si assiste ad una pervasiva intromissione di un'impostazione che mira alla conformazione alle istanze prudenziali, secondo logiche predeterminate "a monte".

103 Si pensi che il corrispettivo totale delle offerte di *crowdfunding* non può superare l'importo di euro 5.000.000,00, che deve essere calcolato su un periodo di 12 mesi come somma della totalità delle attività di CF, comprendente, ove esercitato cumulativamente, l'*equity*, il *lending* e il *debt-based*. Cfr. l'art. 1, par. 1, lett. c), nonché il Considerando n. 16 del Regolamento europeo.

nel sistema prassi di vigilanza che, da un lato, spesso non trovano riscontro nel testo legislativo euro-unionale e, dall'altro, si misurano con un'attività affatto diversa e, come riconosciuto dal legislatore[104], nata quale alternativa al circuito bancario. All'opposto – e a dispetto delle innovazioni intervenute in sede euro-unionale – la regolamentazione secondaria parrebbe essere indirizzata in ogni caso al mantenimento di un ordine (pre) costituito e, come tale, pressoché impermeabile ai mutamenti che dovrebbero caratterizzare la disciplina.

In conclusione, la questione si pone in termini di stretta attualità a volgere lo sguardo all'evoluzione del mercato interno, che aveva conosciuto, in alcune circostanze, forme di supervisione del tutto simili, in punto di autorizzazione e di "accortezze" regolatorie, in un momento precedente all'introduzione della normativa sovranazionale. Ma anche, e soprattutto, "di mercato" nei confini europei. Così, l'intenzione del legislatore unionale di introdurre strumenti di omogeneità nella materia del *crowdfunding* potrebbe essere compromessa da adattamenti che – sulla base di meccanismi adottati in altri settori – si rivelino in realtà "distonici" rispetto alle finalità del Regolamento. E dunque, ingenerino il pericolo di influenzare negativamente l'obiettivo – di creare un "campo da gioco" condiviso – verso cui è diretto l'attuale *framework* di disciplina.

104 Il Considerando n. 3 spiega infatti che: «Il *crowdfunding* può contribuire a fornire alle PMI l'accesso ai finanziamenti e a completare l'Unione dei mercati dei capitali. Per le PMI, l'impossibilità di accedere ai finanziamenti costituisce un problema anche in quegli Stati membri in cui l'accesso al credito bancario è rimasto stabile durante la crisi finanziaria. Il *crowdfunding* è emerso fino a diventare una prassi consolidata per finanziare attività commerciali di persone fisiche e giuridiche. Tale finanziamento avviene attraverso piattaforme *online*; le attività commerciali sono in genere finanziate da un gran numero di persone od organizzazioni; e le imprese, incluse le *start-up* commerciali, raccolgono somme di denaro relativamente modeste».

Dei debiti «inclusi nella cessione» delle banche venete. Un contrasto in Cassazione

ALDO ANGELO DOLMETTA
già Consigliere della Corte di Cassazione

SOMMARIO - 1. Le pronunce della Prima Sezione civile. – 2. Le pronunce della Terza Sezione civile. – 3. Una pronuncia della Prima non convergente colle precedenti della Sezione. – 4. L'effettiva attualità del contrasto. – 5. Qualche riflessione a margine, in critica dell'orientamento adottato dalla Prima Sezione. – 6. (*Segue*): con riguardo all'interpretazione della clausola dell'art. 3.1.2. lett. b) del contratto di cessione (: «per "Passività Incluse" si intendono i singoli debiti … che derivano da rapporti inerenti e funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria»).

1. Le pronunce della Prima Sezione civile

1.1. Nell'udienza dello scorso 30 maggio, la Prima Sezione della Corte di Cassazione ha affrontato una delle questioni più calde e importanti della assai complessa vicenda delle «banche venete»: quella dell'eventuale responsabilità della banca cessionaria per le pretese restitutorie o risarcitorie azionate in giudizio dai clienti delle banche cedenti in epoca antecedente alla stipula del contratto di cessione di azienda. Fermi il presidente e gli altri membri del collegio, nel concreto delle otto fattispecie[01] fatte oggetto di esame le pretese azionate dai clienti hanno tratto titolo da fatti di usura, di anatocismo, di commissioni di massimo scoperto, di giorni valuta e da scorretti comportamenti di una delle banche cedenti nello svolgimento del rapporto di mutuo[02]; in uno dei casi esaminati, da assunta nullità del contratto quadro e da inadempimenti nel contesto dello svolgimento di servizi di investimento (con particolare riferimento a derivati in valuta

01 Per quanto noto, almeno. La prima pronuncia reca la data di pubblicazione 6 giugno 2025 e il numero 15083; le altre sono state tutte pubblicate il successivo 12 giugno e portano i seguenti numeri: 15671; 15573; 15680; 15682; 15684; 15686; 15689.

02 Così è, ad esempio, per il caso deciso da Cass., n. 15083/2025.

estera)[03].

Con motivazioni tra loro sovrapponibili - salva naturalmente la parte iniziale, relativa alla descrizione dei motivi di ricorso in concreto proposti, talvolta dalla banca cessionaria, talaltra dai clienti delle banche cedenti -, le otto ordinanze decisorie hanno escluso la (legittimazione passiva e) la responsabilità della detta banca, ritenendo che le pretese così azionate rimanevano esterne ed estranee al perimetro fatto oggetto della cessione di azienda con il contratto del 26 giugno 2017, in ragione del fatto che derivavano da «rapporti esauriti» (ovvero «estinti», secondo altra terminologia utilizzata da queste pronunce) al tempo della cessione medesima. Più nel dettaglio, la motivazione sviluppata dalle dette pronunce si snoda essenzialmente – e al di là di qualche ansa espositiva – a mezzo degli step che seguono (per semplicità, i richiami e riferimenti vengono tratti, salvo diverso avviso, dalla pronuncia n. 15083/25, la prima in ordine di pubblicazione delle otto ordinanze gemelle).

1.2. Il primo nodo dà vita a una lunga premessa (n. 2.3. ss.), contenente la trascrizione di più passaggi della pronuncia della Corte Costituzionale, 7 novembre 2022, n. 225 (emessa in relazione a stimati, ma esclusi, vizi del d. l. n. 99/2017, quale normativa «a monte» del contratto di cessione[04]), specie con riferimento, tra le altre cose, ai richiami dalla Consulta fatti (i) alla manifestazione d'interesse espressa dalla banca futura cessionaria; (ii) alla natura di «norma-provvedimento» del detto decreto legge; (iii) alla rilevanza del «programma obbligatorio regolato dalle parti nel contratto di cessione».

Da questi passi la motivazione ritiene di trarre più riflessi: che per la ricostruzione dell'oggetto della cessione vale solo il contratto reso tra le parti (senza che il decreto possa mai interferire) e che il contratto di cessione – come pure, quindi, la relativa ricostruzione - ha «diretta efficacia» pure nei confronti dei terzi; che per la ricostruzione del medesimo valgono le «comuni regole dell'ermeneutica contrattuale» e che, tuttavia, il contratto in questione risulta un «contratto *sui generis*»: «è evidentemente da escludere» - così si assume - «che la previsione secondo cui sono escluse dalla cessione, ai sensi dell'art. 3, "le controversie relative ad atti e fatti occorsi prima della cessione, sorte successivamente ad essa, e le relative passività" possa essere intesa nel senso che, *a contrario*, sono viceversa incluse nella cessione le medesime controversie qualora sorte anteriormente a essa»; «questo è un ragionamento che in modo piano avrebbe potuto svolgersi, *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*, se si fosse trattato di interpretare l'art. 3 sulla base delle regole di interpretazione normativa», ma qui «all'opposto» il decreto «rimette invece ai contraenti l'individuazione» dell'oggetto della cessione (p. 11).

03 Cfr. Cass., n. 15686/2025.

04 L'ordinanza di rimessione, emessa dal Tribunale di Firenze (20 luglio 2021), prospettando una serie molto ampia (e con approccio, per vero, più generico, che mirato) di vizi di costituzionalità, secondo quanto resocontato dalla pronuncia della Consulta.

1.3. Lo snodo successivo si concentra – dopo avere riportato ampi stralci del testo contrattuale - sull'interpretazione della clausola dell'art. 3.2. lett. b)[05]. Per l'inclusione nella cessione non basta – si segnala – che la controversia sia anteriore alla cessione; occorre altresì che «si tratti di debiti che "derivano da rapporti inerenti e funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria"».

L'«espressione» – avverte la pronuncia – è «di contenuto non del tutto univoco», prestandosi a più e contrapposte letture. Più indici mostrano, tuttavia, come con tale «locuzione le parti abbiano inteso far riferimento a quei rapporti che, oltre a essere inclusi nei rapporti aziendali, rilevino finalisticamente per lo svolgimento della specifica attività di impresa della cessionaria: che cioè le passività oggetto di trasferimento debbano inscriversi in rapporti che, per non essersi esauriti alla data della cessione, debbano per tale ragione reputarsi funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria» della cessionaria.

Tali indici consistono – specifica la Corte – in ciò: che la clausola parla non già di attività (bancaria), bensì di «impresa» (bancaria) e che tale parola «si identifica, sul piano oggettivo, con l'azienda»; che ogni altra lettura della clausola renderebbe inutile la posizione della clausola, dato che l'«azienda è per definizione (art. 2555 c.c.) comprensiva di tutti i rapporti che sono inerenti a funzionali all'esercizio dell'impresa stessa»; che l'interpretazione accolta è «coerente con l'interesse manifestato [dalla banca cessionaria] nei confronti dell'operazione», le stesse premesse del contratto chiarendo che «l'obiettivo della cessionaria» consisteva «nell'estrarre valore dall'acquisizione … anche recuperando la fiducia nella clientela [e] contribuendo alla salvaguardia dei livello occupazionali» .

1.4. L'ultimo, breve, snodo è dedicato alle «conferme» della soluzione che è stata così raggiunta (fine n. 2.6 e n. 2.7). Di queste, una viene vista nel fatto che il contratto esclude dalla cessione i crediti deteriorati: «sarebbe poco coerente» - si chiosa - che la cessionaria, non subentrata nei rapporti in atto in cui il debitore non era un buon pagatore … lo sia invece nelle obbligazioni restitutorie dell'indebito e/o risarcitorie concernenti rapporti già estinti»[06] .

---

05 Cass., n. 15083(2025: l'esame della clausola principia a metà di p. 15; essa viene riportata a p. 13, secondo questo testo: «per "Passività Incluse" si intendono i singoli debiti, passività, obbligazioni e impegni, di BPVI e VB [...] che derivano da rapporti inerenti e funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria, sono regolarmente evidenziati nella contabilità aziendale e sono individuati e precisamente indicati per categoria nel prospetto qui allegato *sub* Allegato D [...], tra cui, in particolare: [...] vii) i contenziosi civile (e relativi effetti negativi, anche per oneri e spese legali) relativi a giudizi già pendenti alla Data di Esecuzione, diversi da controversie con azionisti delle Banche in LCA e con obbligazionisti convertibili e/o subordinati che abbiano aderito, non abbiano aderito ovvero siano stati esclusi dalle offerte di transazione presentate dalle Banche in LCA e dai c.d. "Incentivi Welfare" (di seguito il Contenzioso Pregresso") nonché i relativi fondi».

06 Con confronto che di necessità suppone – si può già qui anticipare un rilievo che sarà ripreso e sviluppato più in là (cfr. nel n. 5) - - una lettura della fattispecie impostata su un'unica linea di fondo: quella dell'interesse della banca cessionaria a trarre il maggior profitto dall'operazione di cessione (ovvero a «spendere il meno possibile»).

Un'altra conferma viene individuata in ciò che «nel Secondo Accordo Ricognitivo stipulato in data 17 gennaio 2018, l'esclusione dalla cessione «è stata ribadita dai commissari liquidatori» e dalla cessionaria[07]. Ulteriore conferma è ravvisata, poi, nel fatto che «nell'allegato D al contratto di cessione [si], rispettivamente, i "crediti verso clientela" e i "debiti verso clientela", tale (cioè *clientela*) potendo essere solo quella intestataria dei contratti in corso».

2. Le pronunce della Terza Sezione civile

2.1. Alla questione, che è stata così decisa dalla Pima Sezione (nel senso appunto che le azioni restitutorie o risarcitorie proposte dai clienti delle cedenti prima stipula del contratto di cessione e in relazione a «rapporti estinti» al tempo della cessione, non fanno parte della cessione operata nel giugno 2017), ha tuttavia dato risposta diversa – opposta, si può anche dire – la giurisprudenza della Terza Sezione della Corte. Che ha affermato (la legittimazione passiva e) la responsabilità della banca cessionaria nei confronti delle pretese di taglio restitutorio o risarcitorio azionate da terzi in tre diverse occasioni, sgranate nel tempo e frutto di collegi di diverse composizioni (pur se presiedute dal medesimo magistrato).

2.2. La prima decisione, che viene in considerazione al riguardo, è la sentenza di Cass., 21 giugno 2023, n. 17834, che ha, come sua sponda di base, il (mancato) «pagamento delle somme derivanti dalla liquidazione delle obbligazioni ordinata dalla curatela» (n. 12 della motivazione) fallimentare creditrice rispetto a un «rapporto sostanziale già esaurito e chiuso» (n. 7) e inerente a un «deposito titoli funzionalmente connesso al contratto di conto corrente» (n. 29)[08]. Secondo questo arresto, dunque, «il combinato disposto del menzionato decreto [d. l. n. 99/2017] e del contratto di cessione – le cui disposizioni "hanno efficacia verso i terzi a seguito della pubblicazione da parte della Banca d'Italia (nel proprio sito internet) della notizia della cessione, senza necessità di svolgere altri adempimenti previsti dalla legge, anche a fini costitutivi, di pubblicità notizia o dichiarativa" comporta il subentro [della banca cessionaria] anche nei rapporti processuali pendenti e, dunque, anche nei debiti eventualmente derivanti dalle relativa decisioni giudiziali, senza che assuma rilievo la cessione della posizione giuridica sostanziale».

A fondamento di questa diversa soluzione, la sentenza pone come centrale la considerazione (che riprende dalla sentenza della Corte di Appello), che il contratto di cessione «non ha trasferito solo il diritto controverso ma ha espressamente incluso nella cessione il "contenzioso pregresso" così definito dall'art. 3.1.2.b.vii»; che tale clausola «chiarisce quali sono le "passività incluse"», e che l'Allegato D «riporta un elenco esemplificativo di tali passività incluse e, al punto (vii) si riferisce ai "contenziosi civili (e relativi

07 Le pronunce non riportano (se non ho visto male) il tenore di questo «accordo ricognitivo». Sì che l'assunto, che viene riferito qui sopra, si manifesta oggettivamente non verificabile.

08 Secondo la prospettazione che (stando al testo della pronuncia) viene fornita dalla stessa banca cessionaria, qui nella veste di ricorrente.

effetti negativi, anche per oneri e spese legali) relativi a giudizi già pendenti alla Data di esecuzione diversi da controversie con azionisti della Banche in LCA e con obbligazionisti convertibili e/o subordinati ...». Tale articolato – si spiega - «appare coerente con quello dell'art. 3 d. l. n. 99/2017: «è sulla base del contenuto della norma citata e dell'atto negoziale» che dalla cessione restano «escluse solo le controversie non ancora pendenti alla stata della cessione d'azienda, dovendo evidentemente essere incluse, invece, le controversie pendenti a tale data» (n. 6).

La soluzione così accolta – aggiunge altresì la sentenza - «trova ulteriore conferma nelle statuizioni della sentenza della Corte costituzionale n. 225 del 7 novembre 2022». A conforto di quest'ultima osservazione, la sentenza non manca - nei successivi nn. 9, 10 e 11 della motivazione - di trascrivere ampi passi della sentenza della Consulta: passi che, per la verità, vengono sostanzialmente a coincidere con quelli riportati dalle pronunce della prima Sezione per avvalorare l'opposta tesi (cfr. sopra, n. 1.2.).

2.3. Un'ulteriore decisione della Terza Sezione, che viene qui in interesse, è rappresentata dalla sentenza di Cass., 4 febbraio 2025, n. 2785, che ha, come suo *back* sostanziale, un'azione revocatoria (non altro appare ricavabile sul punto dal testo del provvedimento).

Richiamati i contenuti espressi dalla precedente decisione della Sezione (cfr. appena sopra, n. 2.2.), «nel solco tracciato» dalla suddetta sentenza, l'arresto precisa che - «in linea con l'art. 3 comma 1, del d. l. n. 99/2017» – «a contrario, le ragioni di credito oggetto del contenzioso e, quindi, delle controversie sorte anteriormente sono comprese nella cessione, con efficacia nei confronti del terzi a far data dalla pubblicazione sul sito della Banca d'Italia della notizia della cessione stessa» (p. 11 s.)[09]. Per poi formalizzare il seguente *principio di diritto*: «in tema di liquidazione coatta amministrativa delle banche venete, dal disposto di cui all'art. 3 comma 2 d. l. n. 99/2017 ... (che delimita il perimetro della cessione dell'azienda, dei suoi rami, ivi compresi passività e rapporti giuridici, con la sola esclusione delle controversie indicate alla lett. c., "relativa ad atto o fatti occorsi prima della cessione, sorte successivamente a essa, e relative passività") discende, *a contrario*, che le ragioni di credito (e di debito) oggetto del contenzioso e, quindi, delle controversie sorte anteriormente sono comprese nella cessione».

2.4. L'ultima decisione (allo stato, almeno) della Terza Sezione, che va qui riferita, appartiene all'ordinanza decisoria rilasciata da Cass., 7 giugno 2025, n. 15238, che ha - quale fattispecie concreta di riferimento - una truffa attuata a mezzo di «assegni non trasferibili» versati su un conto corrente (diverso da quello dell'attore) e con il concorso di un dipendente della Banca; questa veniva chiamata in giudizio *ex* art. 2049 c.c. La Corte di Appello, ritenuto il carattere «bancario della lite» e assunta pure la risoluzione del rapporto di conto prima del contratto di cessione, aveva escluso ogni responsabilità

09 Da sottolineare, qui, la diversità in proposito dell'impostazione della Terza rispetto a quella assunta dalla Prima (cfr. la prima parte dell'ultimo capoverso del n. 1.2.): il tema sarà ripreso nel contesto del prossimo n. 4.4.

della Banca cessionaria.

Nell'accogliere il ricorso proposto dall'ex cliente, la Corte ha rilevato, anzitutto, che nella specie non veniva in questione un «rapporto bancario», bensì il tema delle «obbligazioni scaturenti dalla legge» (quali, appunto derivanti dall'art. 2049 c.c.). Nel prosieguo, essa, pure richiamando il precedente di Cass., n. 17834/2023, ha rilevato che l'art. 3, comma 1, d. l. n. 99/2017 escludeva non altro che le controversie connotate dalla somma di due caratteristiche: l'essere sorte da fatti anteriori alla cessione; l'essere la relativa lite avviata dopo la cessione[10].

Ciò posto, la decisione segnala inoltre che sulla stessa linea sostanziale si pone pure il contratto di cessione. Questo suddivide «i debiti derivanti da liti pendenti al momento della cessione in due categorie: il «contenzioso pregresso» e il «contenzioso escluso». La prima categoria include «i debiti scaturenti da liti pendenti al momento della cessione»; «la seconda categoria include "qualsiasi contenzioso diverso dal contenzioso pregresso». «Sicché, una volta accertata la sussumibilità del credito [del ricorrente] nella prima categoria, il principio *inclusio unius, exclusio alterius* [impedisce] di ritenere quel credito estraneo alla cessione».

3. Una pronuncia della Prima non convergente colle precedenti della Sezione

In data 29 luglio 2025 – e quindi proprio nei giorni dell'oggi – è stata pubblicata un'altra decisione della Prima Sezione che attiene alla materia in discorso. Si tratta dell'ordinanza decisoria n. 21808/2025. La peculiarità di questa pronuncia sta in ciò che, a ben vedere, essa risulta non propriamente in linea con l'orientamento espresso dai precedenti rilasciati da questa Sezione (sopra, n. 2), ma per certi versi divergente rispetto ai contenuti dello stesso. Nel senso che segue.

La pronuncia, dunque, riporta ampiamente i precedenti della propria Sezione - del tutto ignorando, invece, quelli della Terza - e sottolinea, anzi, come tali precedenti escludano dall'ambito della cessione «i rapporti bancari già estinti alla data predetta» (come indicata nel «26 giugno 2017»; cfr. il n. 4.1. dell'assetto motivazionale). Ma ritiene che la fattispecie nel concreto sottopostale sia diversa: «nel caso ora in esame … si deve riscontrare una peculiarità che non solo varrebbe a distinguerlo dai casi oggetto delle precedenti decisioni di questa Corte, ma anche viene a evidenziare la stessa inammissibilità del motivo di ricorso» (presentato dalla banca cessionaria). Peculiarità che così viene individuata: «i rapporti di conto corrente intercorrenti originariamente tra «la banca veneta] e gli odierni controricorrenti risultavano, al momento della istaurazione del giudizio, non estinti».

Ora, è chiaro che il criterio discretivo così utilizzato si manifesta diverso da quello adottato da quelle dei primi interventi della Prima Sezione (sopra, n. 1): un conto è che il rap-

10Come si vede, la prospettiva della Terza fa perno sulla «controversia» in atto; quella delPrima, per contro, sul fatto sostanziale del «rapporto (non) in essere».

porto non sia chiuso al tempo della cessione[11]; un altro conto, invece, è che non risulti chiuso al tempo di avvio della lite (purché questa sia comunque anteriore alla cessione): anche sotto il profilo meramente materiale, tra i due criteri possono passare anni. Né, per vero, il criterio della permanenza del rapporto al tempo di avvio della lite appare particolarmente coerente con i contenuti funzionali della tesi sviluppata dai primi otto arresti di tale Sezione.

Tutto questo potrebbe fors'anche far pensare, allora, che la pronuncia in discorso venga, in una qualche misura, a dare corso a una tendenza per così dire un po' «riduzionistica» della tesi – della «inclusione pressoché inesistente» (su questo punto v. pure *infra*, nel n. 6.2) – che è stata inizialmente enucleata dalla Prima Sezione; comunque, a una prospettiva diversa. E in questa direzione – va aggiunto – spinge pure la constatazione che a presiedere il collegio, che ha governato la fattispecie concretamente esaminata dalla decisione n. 21808/2025, è lo stesso magistrato che ha presieduto il collegio che ha esaminato le prime otto fattispecie (: le ordinanze gemelle).

4. L'effettiva attualità del contrasto

4.1. Non mancano, per la verità, precedenti di casi in cui gli orientamenti delle due Sezioni della Corte – della Prima e della Terza - hanno preso prospettive divergenti e, nel merito, anche molto lontane tra loro. Per il recente, basta qui richiamare la questione dell'eventuale rilevanza sui contratti di mutuo e di leasing dell'«Euribor manipolato» tra il 2005 e il 2008[12]: positivamente instradata dalle decisioni della Terza e dalla Prima senza alcun indugio rinviata - con ordinanza interlocutoria apertamente orientata nel senso invece della non rilevanza - al giudizio delle Sezioni Unite. In quell'occasione, appena riscontrata la sussistenza del contrasto con la Terza, la Prima Sezione ebbe, tra l'altro, pure a sottolineare di essere, essa, «tabellarmente competente per le controversie sia in materia di concorrenza e impresa in generale, sia in materia di contratti bancari»[13].

Nella presente occasione, la Prima Sezione pare abbia deciso di intraprendere una strada diversa e, se si vuole, anche di profilo minore. Presa notizia dei contrari precedenti della Terza (*rectius*, dei primi due arresti, l'intervento della pronuncia n. 15238/2025 es-

11 Sul punto le ordinanze sono davvero inequivoche: cfr., per tutte, Cass. n. 15083/2025, ad esempio a p. 16.

12 Attualmente giacente presso la Corte di Giustizia UE (e avendo l'ordinanza interlocutoria di Cass. Sezioni Unite, 15 marzo 2025, n. 6943 mandato a nuovo ruolo l'esame del ricorso sottopostole dall'ordinanza interlocutoria della Prima Sezione; v. la nota successiva).

13 Cfr. l'ordinanza interlocutoria di Cass., 19 luglio 2014, n. 19900: «sulla questione relativa alla validità dei contratti di finanziamento che nella determinazione del tasso di interesse dovuto dal soggetto finanziato fanno riferimento all'indice rappresentato dall'Euribor si formato un orientamento in seno alla Terza Sezione» /n. 10); «ritene questa Sezione [: Prima] – tabellarmente competente per le controversie sia in materia di concorrenza e impresa in generale, sia in materia di contratti bancari – che l'orientamento della Terza Sezione desti alcune perplessità e meriti di essere ripensato» (n. 15).

sendo sostanzialmente contestuale al suo; cfr. sopra, n. 2.4.) la Prima – che anche su questa problematica ancora non si era espressa – decide di tirare dritto: solo in coda alla motivazione, e per dire anche in margine, apponendo poi una breve nota di puntualizzazione, che in via espressa principia specificando di venire svolta solo per «esigenze di completezza» (questo passaggio è tratto da Cass., n. 15083/2025, n. 2.9.).

Nel concreto delle cose, la Prima Sezione viene ad assumere che «non può darsi seguito» all'indirizzo della Terza Sezione, «sia per la peculiarità delle concrete fattispecie che ne costituivano l'oggetto» , «sia, soprattutto, per l'essere mancato, in quelle sedi, l'esame della disciplina del contratto di cessione intercorso … sotto il particolare profilo della inerenza e funzionalità all'esercizio dell'impresa bancaria dei rapporti» indagati (così, in particolare, si esprime la decisione n. 15671/2025, n. 14)[14].

A ben vedere, però, i rilievi così svolti dalla Prima si manifestano un po' troppo sbrigativi nei confronti dell'orientamento che risulta sviluppato dalla Terza; o così, almeno, a me pare. In ogni caso, tali rilievi non appaiono bastanti a sopire – a non fare emergere, se si preferisce – il contrasto tra i due orientamenti, e quindi il conflitto, che nell'attuale attraversa la materia al livello della giurisprudenza della Corte di Cassazione. E tanto, naturalmente, del tutto al di là della correttezza degli argomenti *hinc et inde* spesi al riguardo (per questo aspetto v., peraltro, i cenni che verranno fermati nel contesto dei prossimi nn. 5 e 6).

4.2. In proposito, è da osservare, prima di tutto, come non risulti condivisibile l'affermazione della Prima Sezione sulla «peculiarità delle fattispecie concrete» giudicate dalla Terza Sezione. Questo, se non altro, perché una delle fattispecie concrete scrutinate dalla Terza non ha sostanza differente da quella esaminata da uno dei casi proposti alle ordinanze gemelle: sia la n. 17834/2023 (Terza Sezione), sia la n. 15686/2025 (Prima Sezione) gravitano, infatti, nell'ambito dell'attività imprenditoriale di «gestione titoli»; la stessa banca cessionaria segnala, del resto, che la fattispecie concreta lì analizzata dalla Terza rientra nell'ambito dell'art. 1838 c.c. e, per conseguenza, riflette un contratto dal codice civile definito come bancario (cfr. sopra, nel primo capoverso del n. 2.2.).

D'altra parte, le decisioni della Terza ritengono che la responsabilità della banca cessionaria nei confronti dei terzi (tali rispetto al contratto di cessione) possa venire a operare anche al di fuori dai «rapporti bancari»: esplicita in questa direzione è (al di là di ogni altro risconto) la decisione n. 15238/2025 (v. n. 2.4.). Il che, per vero, toglie molto spes-

14 I medesimi rimproveri di fondo si ritrovano – solo espressi in termini molto più espansi – anche nella decisione n. 15083/2029 (nn. 2.9. e 2.10): l'opzione di trascrivere il passo della decisione n. 15671 dipende solo da una scelta di «organizzazione dello spazio».

sore, al di là di ogni altro rilievo[15], alla critica della mancata lettura della formula della «inerenza e funzionalità all'esercizio dell'impresa bancaria» che la Prima Sezione rivolge alla Terza: se non altro, la priva, per così dire, di ogni ipotetica perentorietà.

In ogni caso – è bene pure aggiungere per la maggiore completezza di esposizione -, non sarebbe corretto assumere che le decisioni delia Terza riguardino fattispecie per certi lati diverse da quelle oggetto degli arresti della Prima e, cioè, che non si occupino di rapporti contrattuali esauriti ovvero estinti. Per smentire l'attendibilità di una simile (ipotetica) idea, sembra sufficiente in questa sede osservare che nelle fattispecie decise dalla Terza[16] la banca cessionaria ha per l'appunto sostenuto, nel contesto delle proprie difese, che si trattava, nella specie concreta, di rapporti contrattuali esauriti e che – a una valutazione che adotti il metro praticato dalla Prima Sezione in punto di definizione di «rapporto esaurito» (cfr. n. 6) – presumibilmente i casi della Terza sarebbero da etichettare nei termini di rapporti contrattuali esauriti.

Non pare dubbio, comunque, che i principi di diritto rispettivamente emessi dalla Terza Sezione e dalla Prima Sezione siano tra loro non compatibili[17].

4.3. Detto questo, occorre altresì (e, forse, soprattutto) osservare che, al fondo delle cose, le due Sezioni leggono la questione in discorso e la normativa (di legge e di contratto), che alla stessa fa da riferimento, secondo prospettive alquanto differenti.

La Terza l'affronta nella prospettiva della «controversia» e, quindi, della responsabilità della banca cessionaria nei confronti dei terzi: secondo quanto è consentaneo alla

15 Il fatto è, in realtà, che le pronunce della Terza Sezione non ritengono – per risolvere in modo corretto la questione - necessario scendere sino al livello del frammento di clausola che le decisioni della Prima, per contro, stimano essere decisivo (con lettura, tuttavia, nel merito non condivisibile: cfr. il n. 6).
Per meglio chiarire questo nodo, peraltro, sembra opportuno anche ricordare che – secondo quanto segnalato in più passaggi del presente lavoro - la pronunce della Terza affrontano il tema nella prospettiva della «controversia con terzi» e quindi in modo diverso da quanto fatto dalla Prima, che guarda invece alla natura sostanziale del rapporto (su cui si innesta la lite), secondo una linea per sé attinente, in realtà, alla dinamica delle relazioni contrattuali tra banche cedenti e banca cessionaria.

16 Con maggiore esattezza: il riferimento è sicuro per la decisione di Cass., n. 17834/2023 e per quella di Cass., 15238/2025; per quella di Cass., n. 2785/2025, invece, il riscontro rimane sospeso, le notizie riportate in tale pronuncia non consentendo alcuna ricostruzione in proposito.

17 Quello espresso dalla Terza Sezione è stato riportato già sopra, nel n. 2.3. Questo è quello formulato dalla Prima Sezione (come tratto da Cass., n. 15083/2025): «in tema di controversie intraprese da o contro Veneto banca s.p.a. o Banca Popolare di Vicenza s.p.a., poi sottoposte a liquidazione coatta amministrativa durante i rispettivi giudizi, non si verifica il subentro di Intesa Sanpaolo s.p.a. nella posizione sostanziale e processuale delle banche suddette nelle liti pendente alla data (26 giugno 2017) del contratto di cessione stipulato dai commissari liquidatori di quelle banche con Intesa Sanpaolo s.p.a., giusta il d. l. n. 99 del 2017 (convertito dalla legge n. 121 del 2017), ed aventi ad oggetto rapporti bancari già estinti alla data predetta, atteso che tali rapporti rientrano tra quelli di cui al c.d. "Contenzioso escluso" previsto nel menzionato contratto».

norma dell'art. 2560, comma 2, c.c.[18] e secondo quanto è propriamente richiesto dalla tipologia problematica che forma oggetto delle controversie concretamente portate all'esame. Sul punto, la sentenza n. 17834/2023 è davvero esplicita: il tema attiene al «subentro [della banca cessionaria] anche nei rapporti processuali pendenti e, dunque, anche nei debiti eventualmente derivanti dalle relativa decisioni giudiziali, *senza che assuma rilievo la cessione della posizione giuridica sostanziale*» (l'enfasi è aggiunta). Come si vede, pensiero e prospettiva sono esposti in modo nitido[19].

Questi, tuttavia, rimangono del tutto ignorati dalle ordinanze gemelle della Prima: sia in termini di critica dell'opposto orientamento, sia pure – e ancora prima – in termini di positiva ricostruzione dei termini della questione. Nei fatti, la prospettiva della Prima si ferma su un altro problema: quale appunto consistente nell'individuazione del soggetto a cui – nel contesto dei contraenti della cessione - appartenga la sopportazione finale del debito di cui si discute. Per trasporre senz'altro - e, parrebbe, pure in modo sostanzialmente inavvertito - la soluzione così raggiunta al piano della responsabilità nei confronti dei terzi.

Si tratta, tuttavia, di tematiche non solo diverse ma, per vero, pure del tutto indipendente l'una dall'altra: non è di certo un caso che – secondo i principi del diritto civile, comuni e basici – la responsabilità esterna (: versi i terzi) segua alla legge, mentre la responsabilità interna (: della ripartizione finale del peso di cui al compendio della cessione) discenda dal contratto.

4.4. Ciò posto, ancora è da riscontrare – sul punto dell'effettivo contrasto in essere tra gli orientamenti esposti dalle due Sezioni – come ben diverse e distanti siano le letture che queste danno della normativa dettata dal d. l. n. 99/2017. Per questo proposito basta qui un esempio. Entrambi gli orientamenti rilevano che, secondo la disciplina, il contratto di cessione prende efficacia diretta nei confronti dei terzi. Sennonché, il significato che viene rispettivamente dato a questa «presa di efficacia» si manifesta radicalmente diverso.

Nel contesto dell'orientamento della Terza si tratta, semplicemente, della presunzione di conoscenza dell'avvenuta cessione, in coerenza del resto con il testo dell'art. 3, comma 2 del decreto («le disposizioni del contratto di cessione hanno efficacia verso terzi a seguito della pubblicazione da parte della Banca d'Italia … della notizi della cessione»). L'orientamento della Prima dà, per contro, un significato assai forte – e alquanto inusuale – a tale presa di efficacia: quella di vincolare senz'altro i terzi, di bloccarli all'interpretazione che, anche dopo la conclusione del contratto e anche dopo l'avvenuta pubblicazione della relativa notizia, i contraenti stabiliscano di dare al testo negoziale.

18 Che appunto si occupa, secondo il suo testo e secondo quanto comunemente si ritiene, solo della c.d. responsabilità esterna.

19 Non diversamente, nella sostanza, le altre due pronunce della Terza Sezione (la sentenza di Cass., n. 2785/2025 a mezzo di rinvio alla precedente pronuncia di Cass., n. 17834/2025)

E poi c'è il punto della sentenza della Corte Costituzionale. Che entrambe le Sezioni ritengono deponga a favore del proprio orientamento. Tant'è che si trovano riportati – di qui, come di là – gli stessi passi motivi della Consulta (cfr. sopra, nel 1.2. e nel n. 2.2., ultimo capoverso). Senza, peraltro, che nessuno spieghi come e perché questi passi avallino l'una ovvero l'altra tesi. Ed è, per vero, ben singolare che le ordinanze gemelle della Prima – che cadono temporalmente quasi due anni dopo il primo (e conosciuto) intervento della Terza – non dicano nulla (: proprio nulla) sulle ragioni per cui ritengono non corretto l'esame costituzionale che appena prima è stato fatto dall'altra Sezione.

A parte tutto il resto, sembra chiaro, insomma, che tra queste due Sezioni non vi sia proprio dialogo.

5. Qualche riflessione a margine, in critica dell'orientamento adottato dalla Prima Sezione

5.1. Registrata l'effettiva sussistenza, nell'attuale, di un contrasto, e quindi di un conflitto, tra gli orientamenti rispettivamente assunti dalla Prima e dalla Terza Sezione della Corte sulla questione in oggetto, rimane ancora un poco di spazio per svolgere qualche piccola (e sparsa) riflessione ulteriore, a margine dell'operazione. A muovere, in particolare, dal contesto che a quest'ultima fa da specifico riferimento.

5.2. Il primo ordine di osservazioni assume - (e tuttavia solo) *in thesi* - che sia corretto il ragionamento della Prima Sezione per cui, per procedere alla lettura del contratto di cessione, si può - e anzi si deve - prescindere completamente dal decreto n. 99/2017 e dai suoi contenuti: anche se, per la verità, non risulta per nulla chiaro quale sia l'argomento che regge una simile impostazione e pur al di là di ogni regola di gerarchia delle fonti (dell'affermato compiuto svincolo dell'autonomia del contratto di cessione rispetto all'eteronomia del decreto, che pure del concreto negozio traslativo costituisce la base necessaria).

Per riempire questa (ipotetica) carta bianca, la Prima Sezione – nel dare attuazione al criterio interpretativo dell'art. 1362 c.c. – dà molto peso all'interesse manifestato dalla banca cessionaria (cfr., tra le altre, la decisione di Cass., n. 15083 p. 16, in fine; «di assicurare una maggiore sua presenza sul territorio», per il fine di «estrarre valore dall'acquisizione» e «contribuendo alla salvaguardia dei livelli occupazionali»). O meglio: dà peso unicamente all'interesse della banca cessionaria. Perché dell'interesse dei commissari liquidatori, che pure sono costituiscono una parte del contratto, non ne viene proprio a parlare.

Il che, per vero, non sembra corretto: la norma dell'art. 1362 c.c. essendo esplicita nel fare appunto riferimento alla «comune intenzione delle parti». Sì che non pare inopportuno aggiungere, in via di corollario, che l'interesse dei commissari rispetto al contratto di cessione è – non può che essere – istituzionale, quale appunto rappresentato nel contesto del decreto da cui la vicenda (anche) contrattuale prende tratto. Né il decreto si manifesta ambiguo (o assente) in proposito, nel capoverso n. 15 delle premesse sottolineando invece, tra le altre cose, che «in assenza di misure pubbliche di sostegno,

la sottoposizione [delle banche venete] a liquidazione coatta amministrativa comporterebbe la distruzione di valore delle aziende bancaria coinvolte, con *conseguenti gravi perdite per i creditori non professionali chirografi, che non sono protetti né preferiti*» (enfasi aggiunta). Che è poi, nella sostanza, quanto pure è stato ripreso e ribadito dalla citata sentenza della Corte Costituzionale, n. 225/2022 (con passo che, per verità, non è richiamato a conforto né dalla Prima, né dalla Terza Sezione)[20].

Ne discende, allora, che non corretto e non condivisibile appare pure l'atteggiamento della Prima Sezione là dove essa senz'altro «si quieta» della nuda constatazione che l'interesse dichiarato dalla banca cessionaria non fa riferimento che alla mera (e generica) «salvaguardia dei livelli occupazionali» delle aziende cedute[21].

Anche perché, a ben vedere, la posizione dei clienti creditori da indebito e/o da risarcimento, oltre a essere radicalmente diversa da quella dei soggetti portatori di azioni e obbligazioni subordinate[22], diversa è, per vero, pure da quella dei creditori semplicemente «non professionali e non protetti». In effetti, nella specie presente si sta parlando di una categoria di *creditori propriamente involontari*: come tali, ovviamente da proteggere anche prima (e, nel caso, in modo più intenso) dei creditori volontari.

D'altra parte, e ancora, tra i criteri ermeneutici di immediato utilizzo da parte dell'interprete compare anche quello che ricorre in modo diretto al canone della buona fede oggettivo (art. 1366 c.c.). Il silenzio tombale, che la Prima Sezione ritiene di mantenere in proposito, non manca, per vero, di fare parecchio rumore.

5.3. Il secondo ordine di osservazioni continua a tenere fermo (*in thesi*) l'assunto – base non dimostrata di tutto il ragionamento svolto dalla Prima Sezione – per cui le disposizioni del contratto di cessione prescindono compiutamente dai contenuti portati dal decreto n. 99/2017. Anche assunta una simile prospettiva, rimane comunque da chiedersi, nei fatti, se una tale affermata indipendenza totale valga pure (ovvero: persino) nei confronti delle comuni regole del codice civile (se non, addirittura, pure rispetto a quelle di rango più elevato ancora).

Una simile eventualità – che non mi pare sia stata affrontata (quanto piuttosto trascurata o, comunque, data senz'altro per presupposta) dalle pronunce della Prima Sezio-

20 Cfr. nel n. 5 della parte in diritto della sentenza della Corte Costituzionale.

21 Salvaguardia che – almeno in via di principio – dovrebbe seguire (in misura più o meno intensa) all'acquisizione della rete territoriale delle aziende cedute.

22 Che peraltro hanno ricevuto un parziale indennizzo a mezzo del «Fondo Indennizzo Risparmiatori» (FIR).
Non mi pare dubbio che l'orientamento assunto dalla Prima Sezione ponga i creditori involontari di cui si discute nel testo in una posizione sostanzialmente deteriore anche rispetto agli azionisti e obbligazionisti subordinati. Ciò che non può – se non altro sotto il profilo della complessiva gestione della crisi delle banche venete – non destare perplessità: in effetti, una simile «gestione» sembrerebbe (più che altro) governato dal caos (: nella prospettiva dell'interesse pubblico, s'intende).

ne, che anzi si richiamano alle comuni regole dell'interpretazione contrattuale – apre, per vero, una prospettiva alquanto diversa e «maggiore»: che va oltre, cioè, quella del contratto *sui generis* (come dichiarato dalla Corte), per incamminarsi verso il *format* dell'*unicum*.

Nel concreto, se non ad altre disposizioni il riferimento, comunque, va di sicuro alla norma dell'art. 2560, comma 2, c.c., che già sopra si è richiamata (nel n. 4.3.), laddove questa dispone la responsabilità (c.d. esterna) del cessionario per i debiti del cedente anteriori alla cessione, che siano inerenti all'azienda e che risultino dai libri contabili obbligatori: fermo comunque restando - è bene per chiarezza ribadire - l'autonomia dei contraenti sul diverso tema della ripartizione interna del debito. Non pare che una simile regola (della responsabilità esterna) sia liberamente derogabile dai contraenti, dato che la stessa viene a incidere direttamente sulla posizione dei terzi, secondo il regime consegnato a loro favore dalla disciplina di legge[23]. In questa prospettiva da sottolineare è, piuttosto, che la tutela apprestata dalla legge comune nell'art. 2560, comma 2, c.c. per i creditori dell'alienante l'azienda costituisce – secondo quanto riscontrato dalla stessa Corte di Cassazione – una sorta di tutela avanzata dei chirografi, per così dire evolutiva della azione pauliana[24].

D'altra parte, non mi pare di avere riscontrato, nel contesto del decreto n. 99/2017, nessuna norma autorizzativa al riguardo, quale passaggio di apertura verso la derogabilità del precetto della legge comune da parte del contratto di cessione[25]. Sarebbe davvero difficile, del resto, accreditare l'idea di un'autorizzazione implicita al riguardo, come pure disponibile per un qualunque ordine di taglio.

Ciò fermato, si può anche aggiungere *in limine*: quello appena esposto si pone, a me pare, come ordine di ragioni sufficiente per ritenere senz'altro preferibile l'orientamento adottato dalla Terza Sezione (n. 2), che afferma la responsabilità esterna della banca cessionaria, senza occuparsi (visto il tema proprio della controversia) del punto della responsabilità interna.

5.4. Ancora da chiedersi è, in ogni caso, se l'irrilevanza del decreto n. 99/2017 nei confronti del contratto di cessione, che la Prima Sezione predica, sia – ove effettivamente esistente – davvero assoluta o invece, e comunque almeno per certi versi, di segno relativo. E questo, nel caso, anche solo nel senso minimale che, nel caso risultino di-

23 Cfr. A.A. Dolmetta e U. Malvagna, *«Banche venete» e problemi civilistici di lettura costituzionale del decreto legge n. 99/2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2017. P. 303 ss.
Per il rilievo che la norma dell'art. 2560 c.c. non è tra quelle «derogate» dalla disciplina del decreto v. anche U. MInneci, *Sull'art. 3, comma 1 lett. c) del d.l. n. 99/2017: una soluzione pro banca costituzionalmente fragile*, *ivi*, 2017, p. 253 s.

24 Cfr., in particolare, le pronunce di Cass., 10 dicembre 2019, n. 32134. e di Cass., 6 luglio 2020, n. 13903.

25 Secondo quanto invece avviene, per dire, nell'art. 2, commi 1 e 2 (con richiamo espresso, tra gli altri, all'art. 2559 comma 1 c.c.) del decreto n. 99/2017.

sponibili più interpretazioni alternative del testo contrattuale della cessione, si debba scegliere quella conforme al dato rappresentato dal decreto (o comunque quella meno lontana dalla scelta fatta della eteronomia).

Quest'ulteriore rilievo prende campo dalla constatazione che – una volta preso atto del solo interesse della banca cessionaria -, per giungere alla conclusione della compiuta estraneità della banca cessionaria nei confronti della categoria di creditori in questione, l'esame della Prima Sezione, se riporta ampi stralci del testo contrattuale della cessione, nella realtà delle cose risulta limitato (alla) ed esaurito dalla considerazione di un pezzetto (di un semplice frammento), della clausola di cui all'art. 3.2.b., che il contratto dedica alle «passività incluse» (cfr. sopra, il passaggio tra il n. 1.2. e il n. 1.3.; per l'esame del frammento v. il prossimo numero).

Si potrebbe ipotizzare, di conseguenza, che un simile modo di procedere non risulti propriamente in linea col criterio interpretativo prescritto dall'art. 1363 c.c. Ciò che, a sua volta, potrebbe (tra l'altro) portare a interrogarsi sulla conformazione tipologica e causale dell'operazione[26], posto in particolare che il canone sistematico, nel predicare la necessità della lettura delle clausole «le une per mezzo delle altre», ricomprende pure (se non prima di ogni altra cosa) il profilo della qualificazione del contratto.

Ora, se ben ho visto, il testo del decreto n. 99/2017 appare far riferimento, per questo peculiare proposito, allo schema sostanziale della c.d. «vendita a prezzo negativo»[27], secondo un modello che, del resto, si trova spesso utilizzato nell'operatività delle cessioni di aziende che presentino livelli di debito assai consistenti: il contratto rimane di scambio, *sub specie* del tipo della vendita, per il pagamento del relativo prezzo solo prevedendosi peraltro - e in luogo della comune regolamentazione per pezzi monetari - l'assunzione da parte de cessionario di una serie di debiti del cedente, a mezzo accollo (eventualmente, anche esterno); ovvero pure utilizzando al riguardo (in via parziale o anche totale) la figura della responsabilità verso i terzi, che è prescritta nell'art. 2560 comma 2, c.c., e così dando una profilazione anche contrattuale all'obbligazione che è prevista dalla legge. Spesso – si può anche precisare – a una simile conformazione dell'obbligazione del prezzo si congiunge la previsione di un obbligo di prestazioni somme da parte del cedente ovvero pure la predisposizione (*a latere*) di apposite garanzie reali e/o personali, per la cautela del regresso che il cessionario, che ha pagato i debiti del cedente, venga a esercitare nei confronti di quest'ultimo. In ogni caso, in questa fattispecie tipo la responsabilità – esterna e/o interna – del cessionario dei debiti verso terzi prende (pure) il ruolo di corrispettivo del trasferimento dell'azienda.

A sua volta, il contratto di cessione contempla due previsioni che, per la verità, sem-

26 Stante la forte polisemia della parola, può essere non inopportuno esplicitare che con «causa» si intende qui richiamare la prospettiva dei diversi titoli (: «cause») atte a reggere, nel nostro sistema, le attribuzioni patrimoniali effettuate da un soggetto a favore di un altro.

27 Su questa figura in generale cfr., ad esempio. V. Roppo, *Il contratto*, nel *Tratt. dir. priv.* a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2011, p. 366.

brerebbero disporsi naturalmente nei termini della reciproca corrispettività[28]. Da un lato, sta il trasferimento degli sportelli e filiali delle banche cedenti alla banca cessionaria, con connesso incremento di quest'ultima delle quote del locale mercato bancario, secondo un valore che, a quanto pare, viene stimato assai consistente, posto che le stesse decisioni della Prima Sezione parlano della cessione in termini di «rafforzamento» della cessionaria «come realtà operativa sul mercato creditizio», secondo la specifica funzione di «estrarre valore dall'acquisizione»[29]. D'altro lato, sta la «*inclusione*» nell'«oggetto» della cessione di una serie di passività, quali appunto quelle rappresentate dai debiti di cui alla clausola dell'art. 3.1.2. lett. b), come dal testo contrattuale predicata in termini positivi, a fianco di una serie di passività, per contro dichiarate «escluse»[30].

Questo, tuttavia, a patto che si tratti in concreto di una corrispettività vera e non già solo fittizia ovvero di mera facciata. Il punto si manifesta, a me pare, di peculiare importanza. Cerco di spiegarmi meglio: la risposta all'interrogativo, che è implicito nell'osservazione appena sopra rappresentata, dipende dall'interpretazione che si ritenga di dare della clausola appena richiamata (sulle *passività incluse*) ovvero dei contenuti di cui la stessa risulti oggettivamente riempita.

Dare un'interpretazione particolarmente restrittiva della clausola sulle *passività incluse* – così come potrebbe essere (e come sicuramente è, nel pensiero delle ordinanze gemelle della prima Sezione; sul punto v. *melius* nel contesto del n. 6.2.) – o comunque mortificante la portata della clausola medesima, in effetti, comporta di per sé stesso l'esplosione di un rischio molto forte: quello di far diventare, di trasformare, un'operazione nata (e consentita) come vendita a prezzo negativo in una operazione di vendita che in realtà risulta essere fatta «a prezzo vile» ovvero pure costituire una liberalità (ché, com'è ben noto, molto labili sono i confini tra l'uno e l'altro ordine di qualificazione).

Sì che allora, in una simile prospettiva effettuale, l'interrogativo sui limiti del possibile distacco dell'operazione costruita nel contratto di cessione rispetto allo schema disegnato nel decreto n. 99/2017 molto difficilmente, a me pare, potrebbe essere non solle-

28 Se ho ben inteso, nel contratto di cessione è presente una clausola per cui il trasferimento avviene *nummo uno* (al «prezzo simbolico» di 50 centesimi per azienda ceduta).
A me pare, per la verità, che una simile clausola non cambi la reale sostanza dell'operazione, posto che in questa prospettiva a contare è la dimensione effettiva (come prevedibile *ex ante*) delle passività incluse nel perimetro della cessione. Si tratta, in definitiva, di una clausola di stile.

Comunque, ove per contro si opinasse che la ridetta clausola venga a orientare la lettura del testo complessivo del contratto, sarebbe allora da rilevare che è proprio una simile clausola a portare l'operazione dalla sfera dello scambio (di cui al decreto legge) a quella della liberalità, quand'anche «mascherata» dalla giustapposizione di un prezzo vile.

29 Cfr. Cass., n.15083/20255 (il passo, di cui peraltro già sopra è stata riportato una parte, si trova alla fine di p. 16).

30 Attesa la tipologia di controversie che sono in discussione nella presente sede (di controversie con soggetti terzi, estranei al negozio di cessione di azienda) non interessa, evidentemente, stabilire se si tratta di una responsabilità solo esterna o, invece, anche interna.

vato e, dunque, pure puntualmente approfondito: sia in termini di validità del contratto di cessione[31], sia pure, e comunque, in termini di corretta interpretazione delle sue clausole (nel senso, appunto, della preferibilità della soluzione conforme allo schema del decreto n. 99/2017).

6. (Segue): con riguardo all'interpretazione della clausola dell'art. 3.1.2. lett. b) del contratto di cessione (: «per "Passività Incluse" si intendono i singoli debiti ... che derivano da rapporti inerenti e funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria»)

6.1. Rimane ancora da riscontrare la clausola di cui all'art. 3. 3.1.2. lett. b) del contratto di cessione: o meglio il frammento di questa su cui si impegna l'attenzione della Prima Sezione (: «*per "Passività Incluse" si intendono i singoli debiti ... che derivano da rapporti inerenti e funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria*»; il testo intero della clausola è riportato sopra, nota 5). A me pare, per la verità, che – anche a voler prescindere (sempre in *thesi*, naturalmente) da tutti i rilievi sin qui svolti[32] – la lettura, che del detto frammento fornisce la detta Sezione, non possa non suscitare più perplessità e assai forti.

6.2. La prima osservazione, che mi pare sia da svolgere al riguardo, possiede per più versi carattere preliminare. Secondo la lettura della prima Sezione, dunque, dovrebbero rimanere esclusi dalla cessione i rapporti bancari già «esauriti» al tempo della cessione[33]. Data una simile formula, ne segue, all'evidenza, che occorre individuare con nettezza i precisi contorni di questa nozione di «rapporto esaurito».

Ora, le ordinanze gemelle non si curano (se ho ben visto, almeno) di esplicitare indicazioni e ragioni per questo particolare proposito. Dal contesto delle fattispecie concrete decise sembra desumibile, peraltro, che esse assumano una nozione molto ampia di «rapporto esaurito»; e quindi, per converso, molto ridotta di «passività inclusa».

Così, per fare un esempio, sembrerebbe di dovere pensare che – secondo il metro per l'appunto adottato nel concreto dalla Prima Sezione – la stessa semplice dichiarazione di chiusura del conto corrente comporti che, da allora in poi, il rapporto contrattuale vada considerato come «rapporto esaurito». Pure è chiaro, poi, che una simile lettura finisce per svuotare praticamente di contenuto la clausola relativa alle passività incluse

31 In effetti, la ricostruzione operata dalla Prima Sezione della Corte sembra mettere a nudo – in via segnata là dove segnala che l'operazione di cessione è disposta per portare significativi vantaggi alla banca cessionaria - un certo senso di «unilateralità» (una certa propensione all'«unilateralità») nel comportamento tenuto, nell'ambito dell'operazione di acquisizione aziendale, da parte della banca cessionaria. Sullo sfondo, insomma, sembrerebbe affacciarsi l'idea di qualche attitudine predatoria nel comportamento della detta banca.

32 Compreso anche quello per cui, nel caso di più possibili letture di una clausola, o di una sua frazione, ve preferita l'interpretazione conforme allo schema di operazione disegnato del decreto n. 99/2027 (le stesse ordinanze gemelle ammettono che, preso di per sé stesso, il frammento di clausola di cui si discute mostra un «contenuto non del tutto univoco»: Cass., n. 15083/2025, p. 15).

33 L'uso del modo condizionale riprende le osservazioni svolte sopra nel n. 3, a proposito della pronuncia di Cass., n. 21808/2025.

in effetti: se è sicuramente possibile che un cliente attivi una controversia nella pendenza dello svolgimento fisiologico di un rapporto contrattuale (e cfr. sopra, la fattispecie richiamata nel corso del n. 3), certo è pure, però, che nei fatti si tratta di evenienza per nulla frequente. E ancora meno frequenti, inoltre, che una simile situazione (di controversia in essere e, insieme, di prosecuzione fisiologica del rapporto) perduri nel tempo: nella specie sino alla sopraggiunta cessione di azienda. In definitiva, una clausola di «inclusione» sostanzialmente inesistente.

Non è solo per queste ragioni, tuttavia, che, a mio avviso, le decisioni della Prima Sezione avrebbero dovuto dar conto e ragioni specifiche della nozione di «rapporto esaurito» che di fatto praticano. In effetti, non credo si possa dire che quella di «rapporto esaurito» sia una nozione scontata. Parrebbe, anzi, che si tratti di problema piuttosto delicato. Così, solo per fare qui qualche esempio, è da chiedersi (muovendo dalla impostazione adottata dalla Prima Sezione) se sia «esaurito» il rapporto in cui al tempo della chiusura del conto corrente residui ancora un credito della banca nei confronti del cliente[34]. Come pure è da chiedersi se possa mai essere «esaurito» un mutuo radicalmente nullo o rimasto incompleto. Ma ancora più delicato parrebbe – prendendo tratto dagli spunti svolti dalla pronuncia della Terza Sezione, n. 15238/2025 (sulla quale v. sopra, il n. 2.4.) – il caso in quanto tale della pretesa restitutoria: l'azione di ripetizione d'indebito deriva dalla legge, e non già da un rapporto contrattuale; sembrerebbe difficile ipotizzarsi, allora, che il relativo rapporto (obbligatorio) possa esaurirsi prima che giunga a compimento il termine di prescrizione dell'azione.

Non si può non segnalare, del resto, che in proposito esiste anche un risalente orientamento nella giurisprudenza della Cassazione, secondo il quale per «rapporti esauriti» si debbono intendere quelli definiti con sentenza passata in giudicato o nei quali siano decorsi i termini di decadenza o prescrizione» (Cass., 12 agosto 1994, n. 7395)[35].

6.3.1. Secondo l'orientamento della Prima Sezione, dunque, la formula «rapporti funzionali all'esercizio dell'impresa bancaria», pur «non del tutto univoca», per significato e portata è da considerare equivalente a quella di «rapporti non ancora esauriti»: per tale strada – così si assume – la clausola contrattuale di inclusione ha escluso dalla cessione le passività derivanti dai «rapporti esauriti».

Non si può proprio dire, per la verità, che la trascritta «equivalenza» si manifesti di im-

34 Può essere utile segnalare, in proposito, che – secondo quanto riferisce la sentenza di Cass., n. 17834/2025 (cfr. n. 25) – nel relativo giudizio del merito la Corte di Appello di Venezia aveva «escluso che il rapporto di deposito titoli potesse considerarsi estinto, perché la compensazione era stata negata dalla sentenza azionata e il contratto non poteva dirsi esaurito in ragione di obbligazioni rimaste inadempiute».

35 Traggo l'indicazione da F. Briolini. *Fideiussioni omnibus non «esaurite" e legge sulla trasparenza*, in BBTC, 1996, I, p. 685 ss.; ove pure ulteriori riferimenti bibliografici. Più di recente v. pure il mio *Operazioni bancarie e sopravvenienze legislative*, in *Contratti bancari* a cura di E. Capobianco, ed. II, Milano, 2020.

mediata evidenza[36]. Né tale la fanno diventare, a me pare, il distinguo tra la parola «attività» e la parola «impresa», il richiamo alla nozione di azienda, lo stesso rinvio all'interesse egoistico della Banca cessionaria (al di là del generico riferimento all'interesse di quest'ultima per «pagare il meno possibile»), che le decisioni della Sezione mettono a immediato supporto della scelta che hanno fatto (cfr. sopra, nel n. 1.3.). A chiarire i termini dello snodo interpretativo, che viene operato, sta, piuttosto, la formula che – in sede di descrizione della problematica delle fattispecie - le decisioni riprendono da un «giudice di merito»: all'opposto di quelle ancora in essere – così si segnala -, le passività da rapporti esauriti sono «con evidenza, situazioni giuridiche sganciate dall'attività bancaria considerata in prospettiva futura e secondo la logica della cessione aziendale» (cfr. p. 7 della decisione n. 15083/2025).

Ne segue – al di là del riferimento alla «logica della cessione aziendale» (che, francamente, non c'entra nulla: si sta parlando del prezzo di una vendita; attiene, quindi, al fenotipo del compratore l'idea di «pagare il meno possibile») – che l'argomentazione in discorso si nutre (quanto meno) dei due seguenti passaggi: introdurre il fattore «tempo» all'interno del concetto di funzionalità, che di suo a tale fattore rimane, per contro, del tutto estraneo; far assumere all'aggettivo «funzionale» il significato di «profittevole» ovvero di «fruttifero», che, in sé, risulta molto lontano (se non più) dall'uso normale, corrente della parola (sul punto del «profittevole» si torna nel n. 6.4.).

Come si vede, comunque si tratta – a tacer qui d'altro – di un percorso interpretativo tortuoso assai; e complesso, se non proprio complicato. Che più di dipanare, alimenta i dubbi. Sì che non sembra sia possibile sfuggire alla domanda che a me sembra fondamentale e che - pur nella sua banalità - le pronunce della Prima Sezione hanno per contro tralasciato del tutto. È da chiedersi, insomma, se i «formatori» del testo contrattuale, di cui si sta discutendo, non avrebbero potuto stendere, in proposito, una formula piana e di immediata comprensione: scrivere senz'altro, cioè, che le passività derivanti da rapporti ormai esauriti al tempo della cessione rimangono fuori dall'ambito della stessa; e magari – già che erano lì – anche manifestare cosa di preciso volessero intendere con tale espressione.

La domanda – può essere opportuno esplicitare – non ha nulla di provocatorio; e, per vero, neppure è oziosa. È tecnica: il criterio della «qualità dei contraenti» rientra, infatti, nell'ambito dei canoni interpretativi della volontà contrattuale (volendo, *ex* art. 1362 c.c.). Ora, nel caso di specie, di cui si sta trattando, non potrebbe davvero essere revocato in dubbio l'elevatissima professionalità – e capacità tecnica – delle parti contraenti. E tantomeno potrebbe essere messo in forse il livello dei professionisti chiamati

36 Sull'interpretazione della clausola che oggi viene abbracciata dalla prima Sezione, si era già espressa in termini negativi I. Mecatti, *La responsabilità della banca cessionaria nell'ambito della L.C.A. delle banche venete, per le pretese risarcitorie e restitutorie dei creditori della banca cedente*, in *BBTC*, 2019, II, p. 784 ss.

dalle parti (e, come tali, alle stesse pertinenti) a formare e redigere il testo contrattuale: nei fatti, si tratta di professionisti di primissima fascia, *haut de gamme*, si potrebbe anche dire.

Ne consegue allora, a me pare, che – rapportata alla fattispecie concretamente in discorso, alla qualità delle parti contraenti e al livello delle professionalità che sono state scelte per la formazione e stesura del testo contrattuale – l'interpretazione seguita dalle decisioni in discorso appare, per vero, alquanto inverosimile[37].

6.3.2. Se si fa perno sul criterio della «qualità delle parti contraenti», come pure sarebbe da fare, l'interpretazione della formula in questione non dovrebbe – è da notare ancora - consistere nel frutto di particolari, e grandi, speculazioni. Dovrebbe invece declinare verso il «semplice». Così come, in effetti, potrebbe anche essere (e agevolmente).

La norma dell'art. 2560, comma 1, c.c. fa riferimento al «debiti inerenti all'esercizio dell'aziende»; la formula viene parzialmente ripresa dalla clausola in questione, nel senso che ai debiti «inerenti» aggiunge quelli «funzionali all'esercizio dell'impresa». Si tratta, a me pare, di debiti «altri» rispetto a quelli «inerenti»[38]: quelli, cioè, serventi all'esercizio in concreto dell'impresa, così come in concreto conformata dalle imprese sviluppate dalle banche venete all'epoca della cessione (a muovere, dunque, dai contratti di affitto o locazione delle filiali interessate in poi).

6.4. Un'ultima osservazione (che intende prescindere anche dalle altre svolte nel presente paragrafo). Il «giudice di merito», nell'evocazione effettuata dalla pronuncia n. 15083/23, con decisione dichiara che «né sul piano della logica, né su quella della razionalità, né su quello dell'economia di banca può ragionevolmente sostenersi che le posizioni giuridiche passive derivanti da un rapporto già estinto alla data delle cessione siano inerenti e funzionali nel senso indicato» (: quello, cioè, della «attività bancaria considerata in prospettiva futura»).

Nonostante l'enfasi che vi viene immessa, credo sia davvero lecito dubitare dell'effettiva puntualità di una simile affermazione. Più precisamente, a me sembra che – se, da un lato, non sempre i «rapporti non esauriti» possono dirsi «funzionali» al futuro svolgimento di un'impresa (in specie) bancaria –, d'altro, pure i «rapporti esauriti» ben possono rivelarsi, peraltro, «funzionali» nei confronti di un simile sviluppo: in via peculiare,

37 Per fare solo un esempio (peraltro, non marginale): non è pensabile che il livello di professionalità, connotante i tecnici incaricati della formazione e stesura del testo contrattuale, abbia omesso di fornire la definizione convenzionalmente adottata di «rapporto esaurito», considerata se non altro la «vaghezza» di questa formula (e v. sopra, la nota 36 e testo corrispondente).

38 In effetti, l'interpretazione della Prima Sezione non chiarisce, tra l'altro, perché si dovrebbe ritenere che i qualificativi «intrinseco» e «funzionale» siano requisiti cumulativi dei «debiti inclusi»; e non già, secondo quanto si prospetta nel testo, requisiti alternativi: debiti se non già intrinseci, quanto meno funzionali. Atteso il rischio di violazione della norma dell'art. 2560, comma 2, c.c. (sopra, n. 5.2.), del resto, questa ultima interpretazione si fa preferire anche ai sensi del criterio di cui all'art. 1367 c.c. (letto in termini sostanziali).

ove le rispettive situazioni vengano poste a confronto – come è necessario nel caso in interesse – con la necessaria sussistenza in atti di una «controversia» corrente tra le parti del rapporto, posto che la presenza una «controversia in atto»[39] al tempo della cessione è, per l'appunto, requisito necessario dell'inclusione[40]. E tanto più, questo, ove si acceda a una nozione larga di «rapporto esaurito», secondo il parametro ricavabile dagli interventi delle ordinanze gemelle della Prima Sezione (cfr. sopra, nel n. 6.2.).

Si pensi, per il primo dei profili appena evocati, al caso del rapporto di conto corrente via via nel corso del tempo diventato attivo per il cliente - e quindi gravato, nell'attuale, dalle sole spese di conto - a fronte di una richiesta di indebito anatocistico da quegli proposta per una somma elevatissima. Quanto invece ai «rapporti esauriti», si può pensare, se si intende (formalisticamente) rimanere nello stretto, alla eventualità dell'innesto sul corpo di tale rapporto di un *pactum de non petendo ad tempus*, con rinegoziazione fermata nel limite dell'accessorio (art. 1231 c.c.).

Ma se si apre un poco più lo sguardo all'orizzonte – e si considera, secondo quanto sembra richiesto anche dall'affermazione sopra trascritta, il tema nella prospettiva dell'*impresa, quale attività attuale che va a riflettersi nel suo futuro* (: l'impresa nel suo continuo farsi, insomma) - il «rapporto esaurito», che nel contempo risulti oggetto di un contenzioso (restitutorio o risarcitorio) promosso dal cliente, si mostra come ben disponibile a essere, e venire, reso funzionale allo svolgimento futuro dell'attività. In effetti, non possono non venire subito in mente, al riguardo, le figure della rinegoziazione e della transazione, quali strutture idonee a ridurre le perdite (eventualmente) derivanti dal contenzioso di cui al «rapporto esaurito» e, quindi, anche idonee a liberare risorse per lo svolgimento di nuovi e ulteriori rapporti. Nel caso, anche a «riprendere» i rapporti con lo stesso cliente di cui alla lite.

39 Sul tema del significato da assegnare all'espressione «controversie» nel contesto del contratto di cessione v. le divergenti letture proposte da M. Vaccari, *Lca delle banche venete e principio di tutela giurisdizionale effettiva*, in *dirittobancario.it*, e da A.A. Dolmetta e U. Malvagna, *op. cit.*

40 E come, per contro, «giudice di merito» richiamato dalle ordinanze gemelle, e non meno queste ultime, trascurano di considerare.

Il "consumatore medio" in crisi di identità

Commento alla Corte di Giustizia Europea, 14 novembre 2024, causa C-646/22

FRANCESCA BARTOLINI
Professore Associato di Diritto Privato
Università degli Studi Link di Roma

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La vicenda. – 3. La storia travagliata della definizione di consumatore. – 4. Consumatore medio *vs* consumatore tout court. – 5. Il *framing*. – 6. Per concludere.

1. Introduzione

Nel periodo delle serie tv, mentre spopola – e fa discutere anche in ambiti extra televisivi[01] – la serie *Adolescence*, che scoperchia l'inquietante condizione del genitore che prende atto di non conoscere il proprio figlio, anche il consumatore, figlio primogenito dell'(allora Comunità) Unione europea si mostra ancora in preda a una persistente crisi di identità. La definizione di consumatore – che, con la direttiva sulle clausole abusive[02], è per la prima volta divenuta di applicazione generale estesa a tutti i "contratti dei consumatori"[03] – **è certamente** precettiva perché segna i confini dell'ambito di applicazione di discipline fondamentali per il buon funzionamento del mercato unico, ma ciò

01 A mo' di esempio, presso il Dipartimento di Scienze Politiche e Sociali dell'Università di Bologna il 20 maggio 2025 si è tenuto il convegno *Oltre "Adolescence": serialità, violenza, mascolinità e media digitali*.

02 Direttiva 93/13/CE, in *GU* L 95 del 21.4.1993, 29 ss., concernente le «clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori», A ben guardare, il primo compiuto intervento comunitario in tema può indicarsi nella *Carta europea di protezione dei consumatori*, approvata dal l'Assemblea consultiva del Consiglio d'Europa con risoluzione n. 543/1973. Consumatore, in quella sede, è la «persona, fisica o morale, alla quale siano venduti beni o forniti servizi per uso privato». Cfr. Alpa, *Introduzione al diritto dei consumatori*, Roma, 2002, 21 ss.

03 Sulla nozione di contratto del consumatore, specialmente per quel che riguarda i suoi aspetti soggettivi, v., tra i tanti, S. PAGLIANTINI, voce «*Contratti del consumatore (diritto europeo)*», in *Enc. dir., I Tematici. Contratto*, diretto da G. D'Amico, Milano, 2021, p. 67 ss.

non ha impedito che, su di essa, si sia avviato un intenso dibattito[04]. Oggi, a suscitare nuovi dubbi è la variante del consumatore esposto alle pratiche commerciali degli operatori di mercato, il "consumatore medio", del quale il Consiglio di Stato prospetta, con un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia[05], la necessità di un aggiornamento, nel contesto di una vicenda piuttosto comune: la proposta, da parte dell'intermediario, di polizze assicurative associate a un finanziamento. La risposta della Corte di Giustizia **è**, come emergerà nel seguito, apprezzabilmente tiepida[06].

2. La vicenda

Tra il 2015 e il 2018 una banca propone ai clienti finanziamenti abbinati a polizze assicurative, non necessariamente funzionali alla copertura di rischi che minassero il buon andamento del rapporto di finanziamento; le assicurazioni non sono obbligatorie, ma vengono comunque offerte insieme al prestito, generando, potenzialmente, un'impressione di obbligatorietà; è il c.d. *framing*, una strategia di marketing che consiste nel presentare un'informazione o un'offerta in modo tale da influenzare la percezione e la decisione del consumatore, al fine di orientarne le scelte cambiando il contesto o la

04 In prima battuta si discuteva sull'estensibilità della definizione di consumatore a soggetti diversi dalla persona fisica, con autorevoli voci a valorizzare l'analogia di posizioni di debolezza fisiologica nel mercato, senza, tuttavia, generare iniziative legislative di intervento sul testo normativo (su questo può vedersi F. Bartolini, *Il consumatore: chi era costui?* in *Danno e responsabilità*, 2009, 386 ss. Il dibattito più recente si è invece centrato sulla flessibilità della nozione di consumatore, in relazione a contesti specifici quali contratti di garanzia, composizione del sovraindebitamento, e rapporti transnazionali. Emerge una tendenza a superare la definizione basata esclusivamente sulla qualità soggettiva, valorizzando natura e finalità del contratto. Qualche esempio: G. De Cristofaro, *Contratti del condominio e applicabilità delle disposizioni concernenti i contratti dei consumatori,* in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 352 ss. sull'estensione della definizione di consumatore anche ai contratti stipulati da condomìni, alla luce della sentenza della C. Giust. UE 2 aprile 2020, C-329/19; G. Salvi, *La nozione di consumatore e la garanzia fideiussoria*, in *Teoria e prassi del diritto*, 2022, 383 ss., in cui la nozione di consumatore è esplorata nel contesto dei contratti di garanzia, e G. Zarra, *Brevi note sulla nozione di consumatore rilevante nel diritto internazionale privato dell'UE alla luce della piú recente giurisprudenza di Lussemburgo*, in *Rassegna di diritto civile*, 2023, 607 ss.

05 C. Stato, ord. 10 ottobre 2022, n. 8650, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 781 ss., con nota di L. Sposini, *Dal consumatore medio alla razionalità limitata nella Direttiva n. 29/2005*; in *Foro It.*, 2023, III, 529 ss., con nota di C. Bona e N. Bonini, *Tutela del consumatore e nuovi paradigmi scientifici (scienze cognitive e neuroscienze varcano la soglia di palazzo Spada)*. Vd. altresì i commenti di E. Bacciardi, *Lo standard del consumatore medio tra* homo oeconomicus *e* homo heuristicus, in *Accademia*, 2023, 77 ss., F. Trubiani, *Le incerte sorti del "consumatore medio" tra condizionamenti cognitivi e nuove aperture della giurisprudenza*, *ivi*, 101 ss. e A. Magliari, *Consumatore medio, razionalità limitata e regolazione del mercato*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2023, 374 ss.

06 C. Giust. UE, 14 novembre 2024, causa C-646/22, Compass c. AGCM, commentata da C. Bona e N. Bonini, *Una formidabile partita a scacchi: Consiglio di Stato, Corte di giustizia e pratiche commerciali sleali*, in *Foro It.*, 2025, 30 ss., F. Trubiani, *I "tipi" di consumatore tra categorie tradizionali e nuove qualificazioni,* in *Accademia*, 2025, 43 ss., E. Bacciardi, *La Corte di giustizia e il consumatore euristico: (non) tutto ciò che è reale è razionale*, *ivi*, 63 ss., F. Mezzanotte, *Né Homo Oeconomicus né Homer Simpson: il «consumatore medio» nella direttiva sulle pratiche commerciali sleali*, in *Nuova giur. comm.*, 2025, 374 ss.

formulazione di una comunicazione sul prodotto o il servizio offerto.

Nel 2018 l'AGCM apre un'istruttoria, volta proprio a vagliare la possibile riconducibilità di questa prassi al novero delle «pratiche commerciali sleali» di cui alla direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali scorrette[07]; la banca reagisce manifestando il proprio impegno a incrementare le informazioni precontrattuali per chiarire la facoltatività della polizza e a garantire il diritto di recesso dalla polizza senza effetti sul finanziamento; rifiuta, tuttavia, di aderire alla richiesta dell'AGCM di introdurre un periodo di riflessione di 7 giorni tra la firma del contratto di finanziamento e quello di assicurazione; troppo poco per L'Autorità, che, rigettata la proposta, sanziona la banca con una multa dell'importo di 4,7 milioni di euro, definendo la pratica aggressiva. La banca impugna le decisioni dell'AGCM, ma il TAR del Lazio respinge il ricorso[08]; la banca insiste al Consiglio di Stato, che sospende il giudizio e si avvale dello strumento del rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia per sottoporle una "proposta interpretativa" sensibile agli approdi della scienza comportamentale. Alla Corte europea il giudice amministrativo pone cinque questioni pregiudiziali: (i) se la definizione di "consumatore medio" debba tener conto dei limiti cognitivi che caratterizzano il comportamento fisiologico dei consumatori secondo quanto emerge della teoria comportamentale della razionalità limitata; (ii) se una pratica commerciale possa essere considerata aggressiva già per come viene presentata; (iii e iv) se l'AGCM possa vietare le vendite abbinate in caso di rischio di condizionamento psicologico, imponendo un periodo di riflessione; (v) se porre a carico dell'intermediario l'onere della prova sulla non aggressività della pratica costituisca una violazione del principio di proporzionalità e della direttiva 2005/29, che vieta agli Stati membri di adottare misure più restrittive[09].

Nel commento che segue mi soffermo, in particolare, sul primo profilo, con un cenno al secondo.

3. La storia travagliata della definizione di consumatore

Il problema della definizione (giuridica) di consumatore non è nuovo, e nemmeno di poco conto, perché, come è noto, la protezione del consumatore implica "mutazioni genetiche" del paradigma classico del contratto: forma scritta protettiva, nullità parziale, recesso di pentimento sono solo alcuni degli strumenti di protezione cui si può accedere solo se la fattispecie rientra nell'ambito di applicazione circoscritto dalla definizione.

La discussione sui confini della figura ha riguardato l'estensibilità di strumenti, regole e meccanismi propri del contratto del consumatore – i cc.dd. rapporti B2C – anche a fattispecie soggettivamente diverse da quelle *ictu oculi* descritte nella definizione normativa e in particolare a professionisti e piccole e medie imprese che in effetti agiscano

07 A.G.C.M., Provv. 27 novembre 2019, n. 28011, che chiude il procedimento PS11198.

08 T.A.R. Lazio 6 settembre 2021, n. 9516.

09 C. Giust. UE, 14 novembre 2024, causa C-646/22, Compass c. AGCM, § 33.

«per fini che non rientrano nel quadro della [loro] attività professionale»[10]. Nonostante la chiarezza del dato testuale, ancora immutato sul punto (il consumatore è la «persona fisica che» ...) molte e autorevoli voci hanno argomentato le ragioni, sostanziali, della equiparabilità, in termini di fisiologica disparità di potere informativo e forza contrattuale di soggetti diversi dalla persona fisica, ma il legislatore ha preferito regolare casi specifici con apposite discipline, senza estendere i confini della definizione. Anche la giurisprudenza ha mantenuto ferma la posizione aderente al dato testuale[11].

Le ragioni di questa scelta di politica legislativa sono varie, e senz'altro c'entra l'efficace lavoro di lobbying svolto dalle imprese di maggiori dimensioni nella fase di gestazione del dettato normativo[12]. Tuttavia non mancano profili di sostanza, per capire le quali bisogna fare qualche passo indietro (e anche di lato).

Quella del decisore irrazionale è una figura nota anzitutto a settori della scienza diversi da quella giuridica[13], i cui approdi hanno 'nutrito' i legislatori che si cimentavano nel progetto di dare, appunto, effetti giuridici alle peculiarità caratteristiche di questo attore del mercato, confezionando apposite regole e specifici rimedi. Come si è efficacemente segnalato, dunque, «il consumatore [c'è] prima del diritto»[14]: è, non da oggi, il protagonista dal lato della domanda di beni e servizi, per l'economista; è un complesso

10 È la definizione di consumatore della Dir. 93/13, cit. – art. 2, lett. b) –. Per ricostruire i passaggi fondamentali della menzionata discussione in letteratura basta vedere A.M. Benedetti, voce «Contratto asimmetrico», in *Enc. dir.*, Annali V, Milano, 2012.

11 Per la Corte di Giustizia (C. Giust UE, 22 novembre 2001, procedimenti riuniti C-541/99 e C-542/99, Soc. Cape c. Soc. Idealservice, in *Contratti*, 2002, 519, con nota di E. Guerinoni, *Sulla nozione di consumatore*), adita con rinvio pregiudiziale *ex* art. 234 TCE, «non rientra nella nozione di consumatore l'impresa che stipula un contratto con un'altra impresa per l'acquisto di beni o servizi», includendo la suddetta nozione unicamente le persone fisiche. Sul fronte nazionale, anche la Consulta, in più occasioni, richiesta di vagliare la costituzionalità dell'art. 1469-*bis* c.c. «nella parte in cui non equipara al consumatore le piccole imprese e quelle artigiane», sui parametri degli artt. 3, 25 e 41 Cost., ha negato le "ragioni espansionistiche" del giudice *a quo*: C. Cost., 20 novembre 2002, n. 469, in *Foro It.*, 2003, 332, con nota di A. Palmieri, *Consumatori, clausole abusive e imperativo di razionalità della legge: il diritto privato europeo conquista la Corte Costituzionale* e di A. Plaia, *Nozione di consumatore, dinamismo concorrenziale e integrazione comunitaria del parametro di costituzionalità*, ma vd. già ord. 30 giugno 1999, n. 282, in *Foro. It.*, 1999, I, 3118, con nota di A. Palmieri, *L'ibrida definizione di consumatore e i beneficiari (talvolta pretermessi) degli strumenti di riequilibrio contrattuale*.

12 Osserva V. Roppo, *La nuova disciplina delle clausole abusive nei contratti fra imprese e consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, 282.

13 Sono le scienze economiche, psicologiche e sociologiche che convergono nella Behavioral Economics, le cui linee essenziali, del pensiero nella sua evoluzione, sono ben rappresentate in J.F. Tomer, *Behavioral Economics*, E. Elgar, Cheltenham-Northampton, 2017. Per una recente rassegna dei diversi fattori che influenzano il comportamento del consumatore, raggruppati nelle quattro dimensioni psicologica, sociale, culturale ed economica, N. Shaw, *A Study of the Factors Influencing Consumer Behaviour*, in Global Research Journal of Social Sciences and Management, 2024, 48 ss.

14 È il titolo di un paragrafo del volume di A. Zambon, *Primi argomenti per una filosofia del diritto dei consumatori*, Pisa, 2020, 46, dove giustamente si discorre di «concetto ordinario di consumatore» per contrapporlo al «concetto giuridico».

processo cognitivo per gli psicologi e uno dei temi centrali degli studi dell'economia comportamentale. E infatti a partire dagli anni Cinquanta negli Stati Uniti si sviluppò un forte interesse per lo studio dell'agente del mercato calato nel contesto della realtà, non più appiattito sul modello dell'*homo oeconomicus*, individuo razionale che massimizza la propria utilità nelle scelte che compie. Alcuni economisti iniziarono a mettere in discussione questa visione troppo semplificata, aprendo la strada a modelli più realistici di comportamento; parallelamente, le scienze comportamentali (come la psicologia e la sociologia) iniziarono a esplorare i fattori cognitivi, emotivi e sociali che influenzano le decisioni d'acquisto; in questo contesto nacquero i primi studi di marketing moderno, psicologia del consumo e comportamento del consumatore, di talché questa convergenza tra economia e comportamento umano generò la nascita di discipline originariamente ibride come, appunto, l'economia comportamentale e il neuromarketing, che avrebbero preso slancio nei decenni successivi[15].

Il legislatore europeo ha attinto in modo significativo dagli studi sul comportamento del decisore nel mercato dei beni e dei servizi, per costruire un quadro normativo volto alla protezione del consumatore come tassello per attuare il sistema concorrenziale[16]. La rottura del soggetto unico di diritto (e quindi del – e nel – contratto), allora, deve molto agli approdi delle scienze comportamentali che hanno mostrato i modi, non razionali, non efficienti, non pienamente consapevoli dell'agire del contraente non professionista; in altri termini, proprio gli studi di economia comportamentale «revocano in discussione più d'uno degli *a priori* profondamente imbricati nelle pietre angolari del diritto privato classico»[17].

Qualche esempio appare significativo: la Direttiva sulle pratiche commerciali sleali (2005/29/CE), protegge il consumatore bersaglio di attività che precedono il contratto, e che appunto, incidono sul consenso a costituire un rapporto contrattuale (pubblicità ingannevole e, più in generale, pratiche manipolative), il diritto di recesso nei contratti a distanza riflette la consapevolezza che i consumatori agiscono d'impulso o sotto pressione, e subiscono il c.d. "effetto sorpresa"; del resto la spinta sulla "trasparenza informativa" non lavora solo in termini quantitativi, ma anche in base alla comprensibilità e alla chiarezza per il consumatore. Se questo è vero, l'archetipo tradizionale – "il comportamento razionale elevato a dogma dell'economia classica e divenuto fonte di produzione di regole giuridiche implicite"[18] – si rivela non più in grado di sussumere, proprio in quanto presunto archetipo, tutte le possibili situazioni soggettive e oggettive in cui il consumatore può trovarsi ad operare.

15 Su questi passaggi, J.F. TOMER, *Behavioral Economics*, spec. 3 ss.

16 Questa permeabilità fra le scienze bene emerge in A. ZOPPINI, voce «Contratto ed economia comportamentale», in *Enc. dir., I Tematici. Contratto*, diretto da G. D'Amico, Milano, 2021, 316 ss. G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale*, Roma, 2014.

17 Così scrive A. ZOPPINI, voce «Contratto ed economia comportamentale», cit., 315.

18 Così ancora A. ZOPPINI, voce «Contratto ed economia comportamentale», cit., 316.

4. Consumatore medio vs consumatore tout court

La nozione di "consumatore medio" è una figura ricorrente nel diritto dell'Unione Europea, introdotta in materia di pratiche commerciali scorrette e diritto dei marchi ed impiegata per valutare come il consumatore tipico percepisce messaggi pubblicitari, informazioni contrattuali o segni distintivi. Le direttive europee più rilevanti in cui il concetto di "consumatore medio" è esplicitamente o implicitamente utilizzato sono: la Direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali, che all'art. art. 5(2) stabilisce che una pratica commerciale è sleale se «falsa o è idonea a falsare in misura rilevante il comportamento economico del consumatore medio» e al *Considerando* 18 chiarisce che il "consumatore medio" è "ragionevolmente informato, osservatore e avveduto", tenendo conto di fattori sociali, culturali e linguistici[19]; la Direttiva 2006/114/CE sulla pubblicità ingannevole e comparativa, in cui non si menziona sempre testualmente il consumatore medio, ma la nozione è richiamata implicitamente nel riferimento alla percezione della pubblicità da parte del pubblico; la Direttiva 2001/83/CE (codice comunitario relativo ai medicinali per uso umano), in cui nella regolamentazione della pubblicità dei medicinali, la valutazione delle comunicazioni rivolte al pubblico si riferisce anche al modo in cui un consumatore medio potrebbe interpretare tali messaggi. Da ultimo, il consumatore medio è confermato quale benchmark soggettivo nel Regolamento (UE) 2022/2065 del 19 ottobre 2022 sul mercato unico dei servizi digitali – Digital Service Act – per valutare la correttezza della condotta delle piattaforme online.

Nella giurisprudenza della Corte di giustizia, si è ritenuto che il consumatore medio - nozione «non statistica» come precisa il Considerando 18 della Direttiva sulle pratiche commerciali scorrette - si identifichi in una persona normalmente informata e ragionevolmente attenta e avveduta[20], «tenuto conto di fattori sociali, culturali e linguistici»[21]. Nella decisione qui commentata, tuttavia, la Corte europea è chiamata a esprimersi sulle perplessità sollevate dal giudice amministrativo italiano, mosse dalla constatazione che, in talune situazioni, la razionalità del consumatore è limitata dall'assenza di tutte le informazioni necessarie per una decisione (realmente) razionale, specialmente laddove il decisore subisca quelle distorsioni che le scienze cognitive chiamano di «in-

19 Sulla disciplina delle pratiche commerciali v. De Cristofaro (a cura di), *Pratiche commerciali, diritti dei consumatori e contratti conclusi a distanza e fuori dai locali commerciali*, Pisa, 2025.

20 Così le sentenze Gut Springenheide, C-210/96 nella quale si è fatto riferimento alla «aspettativa presunta di un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento ed avveduto», Medion, C-120/04, per cui «il consumatore medio percepisce normalmente un marchio come un tutt'uno e non effettua un esame dei suoi singoli elementi», Lloyd, C-342/97, in ambito di diritto dei marchi; Konsumentenombudsmannen vs. Ving Sverige, C-122/10, che ribadisce l'importanza del consumatore medio anche in ambito di trasparenza informativa.

21 Locuzioni ripetute nelle plurime decisioni menzionate offerte in rassegna in De Cristofaro (a cura di), *Pratiche commerciali, diritti dei consumatori e contratti conclusi a distanza e fuori dai locali commerciali*, cit., 48-50. L'osmosi fra le corti è ben rappresentata in Cass., ord. 15 febbraio 2024, n. 4182, in *Pactum*, 2024, 442, con commento di L. Guffanti Pesenti, *Pratiche commerciali scorrette nel settore della telefonia*.

corniciamento» (framing) e, in ragione di queste, modifichi le sue preferenze o assuma decisioni irrazionali rispetto a quelle che prenderebbe una persona ragionevolmente avveduta e informata in modo trasparente (per esempio se il consumatore venisse indotto a credere che il finanziamento si possa ottenere solo stipulando anche un'assicurazione).

La Corte rievoca qui i propri precedenti, da cui, essenzialmente, si ricava che "consumatore medio" è categoria oggettivamente identificabile che prescinde dalla situazione specifica e concreto di *quel* consumatore più o meno avveduto; dunque si conferma pienamente l'idea che la nozione identifichi «una persona, da un lato, normalmente informata e, dall'altro, ragionevolmente attenta e avveduta» senza, però, che questo comporti un approccio esclusivamente astratto o generalizzato. E infatti, secondo la Corte di Giustizia, la "normale" informazione è comunque oggetto di obblighi gravanti sui professionisti, di talché non si può escludere che proprio la carenza informativa, imputabile alla parte forte, determini nel consumatore "medio" una deviazione dal normale e razionale percorso decisionale. Non solo. Secondo la Corte di Giustizia, anche le distorsioni cognitive possono essere apprezzate dal giudice, purché valutate oggettivamente nella loro idoneità a influenzare, distorcendolo, il processo decisionale di un consumatore dotato di normale razionalità e capacità cognitiva (rimanendo irrilevanti se, invece, non si riscontri detta idoneità). In altri termini, il giudice può e deve determinare la reazione del consumatore medio di fronte alle circostanze in cui si viene a trovare, alla pratica commerciali di cui è destinatario, valutando se, sul piano oggettivo, la sua reazione consista nel "cedere" alla pratica distorsiva o, viceversa, nel "resistere" ad essa. La risposta della Corte di Giustizia appare condivisibile sotto molti aspetti, ma, principalmente, per il modo con cui si è fornita una risposta calibrata su esigenze diverse, tutte parimenti meritevoli di tutela: da una parte, è necessario tenere l'oggettività della nozione (di consumatore tout court, di consumatore medio, nello specifico) perché essa costituisce il presupposto per l'applicazione di intere discipline settoriali o di specifici rimedi riconosciuti a favore del consumatore, di talché si possa mantenere, tra l'altro, anche l'oggettiva verificabilità del ragionamento giudiziale, senza impaludarsi in derive soggettivistiche, legate a caratteristiche dello specifico consumatore, caso per caso. Per altro verso, però, la Corte di Giustizia mostra di: (*i*) conoscere e governare i risultati delle teorie cognitive in materia, (*ii*) comprendere che, nell'indagine sul consumatore/decisore, possono concorrere le circostanze concrete e (*iii*) invitare a non chiudere ma, anzi, a tener ben presenti queste circostanze concrete, di talché va «debitamente dimostrato che, nelle specifiche circostanze di una situazione concreta, una siffatta pratica sia tale da incidere sul consenso di una persona normalmente informata nonché ragionevolmente attenta ed avveduta, e ciò in misura tale che il suo compor-

tamento ne sarebbe falsato in misura rilevante»[22]. Proprio in questa affermazione sta la sintesi efficace che rende apprezzabile questa decisione: la distorsione cognitiva, per l'affermazione della sua rilevanza, va riferita a un modello "medio" di persona normalmente avveduta e informata; modello la cui cognizione e individuazione spetta al giudice e solo a lui.

Il consumatore medio è, dunque, una locuzione specificamente introdotta per contesti di mercato nei quali è significativamente avvertita l'esigenza di bilanciare la protezione del consumatore con l'altrettanto importante valore della libertà di impresa e nei quali vanno individuate le pratiche che, oltre a orientare il comportamento dei consumatori verso prodotti o servizi, sono in grado di manipolare le determinazioni del decisore attraverso diverse tecniche che il professionista associa al fisiologico proporsi sul mercato.

Non ha molto senso, dunque, riferirsi alle debolezze tipiche del consumatore tout court, perché in questi ambiti il consumatore medio si presume un po' meno mediocre di quello tout court, e, appunto, ragionevolmente razionale e avveduto[23]. Questo non significa che non debba esser possibile vincere questa presunzione e accertare che, nel caso di specie, quella pratica, per come articolatasi in concreto, era in grado di determinare una manipolazione del consenso per *quel* consumatore. Una nozione, come si è detto, "situazionale"[24] in cui la condizione concreta in cui il consumatore assume la propria determinazione giustifica la sua protezione, potendosi peraltro ipotizzare circostanze in cui la "verità è così palese che un affidamento diverso non ha da darsi[25]" (il consumatore ingenuo, per così dire, immeritevole di protezione).

Il compito dell'accertamento spetta al giudice nazionale, e nel nostro ordinamento, il diritto comune dei contratti può offrire un adeguato apparato di strumenti recuperabili dalla disciplina dei rimedi contrattuali: non è vero, in fondo, che la "qualità" dei contra-

22 È il paragrafo 57 della sentenza in commento, che si apre con la constatazione per cui «se è vero che la capacità di decisione di un consumatore può essere falsata da un insieme di limitazioni, come le distorsioni cognitive, ciò non implica tuttavia che si debba necessariamente ritenere che qualsiasi rischio di insorgenza di una distorsione cognitiva in occasione di una pratica commerciale abbia necessariamente l'effetto di falsare, in misura rilevante, il comportamento di tale consumatore virtuale».

23 Questo mi pare sia l'approccio implicitamente sotteso alla sentenza JC c. Kreissparkasse Saarlouis, C-66/19, in cui in cui la Corte UE ha stigmatizzato la prospettiva, innescata dal legislatore tedesco, che, nell'ambito dei contratti di credito al consumo, aveva creato un modello di informativa "sicuro", ma rivelatosi poi giuridicamente inadeguato, tale per cui il consumatore era costretto a interpretare riferimenti normativi per conoscere i propri diritti – nello specifico il diritto di recesso –. Nel commento a questa decisione, P. Rott, *The Average Consumer Is Not a Lawyer! Case C-66/19 JC v Kreissparkasse Saarlouis*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2020, 379 ss., evidenzia, criticamente, come il Bundesgerichtshof (BGH) tedesco, in contrasto con la Corte UE, continuasse a richiedere un livello eccessivo di competenza giuridica al consumatore, proponendo il ritorno a un modello realistico e più protettivo.

24 Così S. Pagliantini, voce «*Contratti del consumatore (diritto europeo)*», cit., p. 73.

25 Ancora S. Pagliantini, *ibidem*.

enti incide sulla diligenza esigibile da un contraente che ha/non ha riconosciuto l'errore altrui? Così, in fondo, la gravità della violenza morale incide sulla capacità di resisterle di una "persona sensata"? Per quanto in contesti diversi e nell'ambito di una tutela individuale, il giudice può utilizzare questi parametri per determinare qual era l'attenzione esigibile dal consumatore, escludendone la protezione se il suo comportamento non è stato improntato alla normale diligenza esigibile in quelle specifiche condizioni.

In estrema sintesi: il consumatore medio è meno mediocre del consumatore tout court, e lo è perché, secondo una precisa scelta di politica del diritto, negli ambiti in cui detta nozione è legislativamente utilizzata la libertà d'impresa è un valore che gioca un ruolo importante, da porre sulla bilancia degli interessi in gioco in una posizione non eccessivamente subalterna. Un equilibrio ben presidiato dalla possibilità, ricordata in questa occasione dalla Corte di Giustizia UE, che nel caso concreto emerga, attraverso apposita istruttoria e dialogo fra impresa e autorità regolatoria, che quella condotta è in grado di incidere sulla libera determinazione del consenso del consumatore.

5. Il framing

Il framing è un concetto originariamente sviluppato nelle scienze cognitive e comportamentali che ha assunto crescente rilievo anche nell'ambito del diritto dei consumatori, in particolare nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette[26]; è noto come tecnica di presentazione delle informazioni volta a influenzare la percezione e il comportamento del consumatore, attraverso la manipolazione del contesto comunicativo piuttosto che del contenuto oggettivo dell'informazione stessa. Nel quadro delle condotte idonee a falsare in modo significativo il comportamento economico del consumatore medio, il framing può integrare una modalità subdola di comunicazione commerciale, finalizzata a distorcere la valutazione razionale del consumatore, senza ricorrere necessariamente a false affermazioni o a omissioni materiali.

Il framing può integrare (*i*) una pratica ingannevole (artt. 21 e 22 c.cons.) qualora la presentazione delle informazioni, pur formalmente veritiera, possa indurre in errore il consumatore in merito alle caratteristiche principali del prodotto o al reale vantaggio economico dell'offerta; (*ii*) una pratica aggressiva (artt. 24-26 c.cons.), qualora la struttura comunicativa della proposta commerciale limiti significativamente la libertà di scelta del consumatore, sfruttando pressioni psicologiche o situazioni di vulnerabilità; (*iii*) una violazione del dovere di trasparenza, con riferimento al principio di buona fede oggettiva e alla necessità che le informazioni precontrattuali siano fornite in modo chiaro, comprensibile e completo.

Siccome il framing, non vietato in quanto tale, diventa giuridicamente rilevante e potenzialmente illecito quando la modalità di presentazione dell'offerta altera in modo sostanziale la libertà contrattuale e la capacità di autodeterminazione del consumatore,

26 Si tratta di uno degli ambiti classici dello studio di BE: ne dice infatti J.F. TOMER, *Behavioral Economics*, cit., 46-47.

violando i principi cardine della correttezza, trasparenza e lealtà nelle relazioni commerciali, è cruciale il ruolo dell'operatore (l'Autorità di controllo prima, eventualmente l'interprete giudicante dopo) che svolge l'istruttoria sulle circostanze di fatto: come detto sopra, infatti, la presunzione del consumatore medio, normalmente avveduto e razionale, giustamente mantenuta ferma dalla Corte di Giustizia in commento, deve poter cedere di fronte a situazioni che, incrociando la condotta dell'operatore del mercato e la vulnerabilità in concreto del consumatore/decisore, dimostrino la vis manipolatoria dell'atteggiamento del professionista. A voler garantire anche il consumatore medio rispetto a certe pratiche in grado di abbattere la presunzione di (sua) avvedutezza.

Così, l'AGCM ha in più occasioni sanzionato condotte riconducibili al framing come pratiche commerciali scorrette, in particolare nei settori del commercio elettronico, del turismo online e dei servizi digitali. Tra i casi più rilevanti quelli riguardanti operatori di prenotazioni alberghiere online, in cui l'AGCM ha ritenuto scorretto l'uso di messaggi allarmistici come "ultima stanza disponibile" o "altri 10 utenti stanno guardando questo hotel", privi di reale fondamento[27]. Altre sanzioni hanno riguardato piattaforme di e-commerce che occultavano costi accessori fino alle fasi finali del processo di acquisto, violando così il principio di trasparenza[28]. In diversi provvedimenti l'AGCM ha sottolineato che queste pratiche, sebbene non ingannevoli nei contenuti, risultano ingannevoli nella forma, in quanto sfruttano bias cognitivi e condizionano indebitamente il processo decisionale del consumatore, compromettendone la libertà di scelta economica. L'Autorità fa, dunque, largo uso, nel momento dell'indagine istruttoria e in quello della restituzione del provvedimento formale, degli approdi cui è giunta l'economia comportamentale.

Offrendo allora un precipitato concreto dell'approccio poco sopra descritto, la Corte UE ha giustamente affermato che nell'offerta congiunta di un finanziamento e di una polizza assicurativa non collegata non c'è sic et simpliciter una pratica sleale o aggressiva, ma, considerato l'equilibrio fra i due valori da tenere presenti (protezione del consumatore ovvero della libertà del suo consenso e libertà di impresa) la condotta va valutata caso per caso secondo proporzionalità. E, allora, misure nazionali come l'imposizione di un periodo di riflessione tra i due contratti, possono esser ritenute dall'operatore nazionale proporzionate, purché idonee a mitigare il potenziale impatto del framing sulle decisioni dei consumatori.

27 Ad es. v. i casi Unieuro, MediaWorld, Leroy Merlin, Monclick, sanzionati nel dicembre 2021 con 11 milioni di Euro per «false indicazioni sulla disponibilità dei prodotti», presentati come disponibili quando non lo erano, e aumenti del prezzo dopo il primo inserimento nel carrello. Qui l'ingannevolezza stava proprio nella forma comunicativa, non nel contenuto.

28 Ad es., nel novembre 2022 l'AGCM ha sanzionato MediaMarkt/MediaWorld per 3,6 milioni di Euro per condotte aggressive e di framing nel cross-selling forzato, per aver sostanzialmente obbligato ad acquistare accessori insieme ai prodotti esposti come "in offerta", manipolando così la percezione del prezzo

6. Per concludere

La decisione è certamente equilibrata, come osservato dai primi commentatori[29]. La necessità di un consumatore meno mediocre serve a bilanciare l'impatto paternalistico della disciplina dei contratti calata dall'Europa massicciamente fin dagli anni Ottanta con la libertà d'impresa, il cui perseguimento fa bene a tutti, consumatori compresi[30]. Il freno della Corte di Giustizia alle istanze del giudice amministrativo merita apprezzamento anche perché lascia uno spazio per una possibile evoluzione del concetto di consumatore medio, evoluzione necessaria nel contesto in cui beni e servizi cambiano rapidamente e radicalmente sulla spinta della digitalizzazione e dell'impiego diffuso di sistemi di IA. L'apertura alla scienza comportamentale, che non è inibita dalla sentenza di cui si è fin qui detto, consente senza rinunciare all'oggettività del parametro del consumatore medio, di integrarlo con innesti ragionevoli di vulnerabilità contestuali, per bilanciare certezza giuridica ed effettività della tutela[31]. L'equilibrio da mantenere, infatti, è fra la tentazione di pendere verso un'oggettività al rialzo, implicitamente confidando che i più di trent'anni di discipline di protezione abbiano "educato", almeno un po', il consumatore[32], e quella di 'assorbire' acriticamente le intuizioni dell'economia comportamentale per trasferirle nei contesti delle nuove vulnerabilità – prodotti e ser-

29 Sono adesivi i commenti di F. MEZZANOTTE, *Né* Homo Oeconomicus *né* Homer Simpson*: il «consumatore medio» nella direttiva sulle pratiche commerciali sleali*, cit., il quale esprime sostanziale condivisione dell'approccio della Corte, e apprezza il valorizzare di un impiego contestualizzato e probatorio delle scienze comportamentali, capace di adattarsi al caso concreto, evitando il rischio di dar voce a un diritto consumerista eccessivamente paternalista; di E. BACCIARDI, *La Corte di giustizia e il consumatore euristico: (non) tutto ciò che è reale è razionale*, in in *Accademia*, 2025, 63 ss., che apprezza l'uso della proporzionalità per evitare una tutela eccessiva dei consumatori acritici, a scapito della libertà d'impresa; di F. TRUBIANI, *I "tipi" di consumatore tra categorie tradizionali e nuove qualificazioni*, cit., il quale pure apprezza l'equilibrata presa di posizione della Corte UE.

30 È molto apprezzabile la lettura offerta sulla figura del consumatore medio di R. SENIGAGLIA, *Consumatore, vulnerabilità e principio di trasparenza tra razionalità e bias cognitivi*, in *Nuova giur. comm.*, 2024, 2024, 1522 ss., il quale peraltro accoglie con favore l'apertura della Corte a una concezione più concreta e contestualizzata del consumatore medio, che tenga conto delle distorsioni cognitive e dei limiti effettivi della razionalità, interpretando la decisione come un segnale di evoluzione interpretativa coerente con le trasformazioni del mercato.

31 Interessante, in tal senso, l'analisi di S. CÁMARA LAPUENTE, *¿In medio virtus? A favor del canon jurisprudencial objetivo del "consumidor medio" para el control de transparencia de las cláusulas no negociadas* in *Cuadernos de Derecho Transnacional*, 2024, v. 16, n. 2, 186 ss., che racconta l'evoluzione del concetto di consumatore medio nel diritto UE, difendendo l'approccio giurisprudenziale oggettivo e sostenendo che il parametro del decisore informato, attento e perspicace sia idoneo a garantire un efficace controllo *ex ante* della trasparenza, svincolato da valutazioni soggettive del consenso, segnalando alcune derive soggettiviste nella giurisprudenza del Tribunale Supremo spagnolo.

32 Secondo C. BAILLOUX, *The "Average Consumer" in European Consumer Law*, in *Exeter Law Review*, 2017, 158 ss. il modello di consumatore medio non è in grado di garantire un'alta protezione, soprattutto perché le aspettative poste sul consumatore sono spesso irrealistiche, alla luce di quanto insegna l'economia comportamentale. Occorre, secondo l'Autrice, riflettere sulla funzione ideologica e politica di questo standard, che può rischiare di attribuire eccessiva responsabilità al consumatore, mascherando i limiti strutturali della tutela giuridica.

vizi digitali, uso di sistemi di IA –.

Le modalità di concessione del credito: i così detti contratti bancari attivi

MICHELE PICCOLO
Dottorando in scienze giuridiche
Università di Parma

SOMMARIO: 1. La forma delle operazioni bancarie. I c.d. contratti mono firma. 2. Il mutuo: caratteristiche e disciplina. Approfondimento del mutuo come contratto reale. 3. L'apertura di credito: regolamentazione, peculiarità e flessibilità nell'utilizzo del credito. 4. L'anticipazione bancaria: analisi delle peculiarità contrattuali e dell'utilizzo di titoli o merci come garanzie. 5. Lo sconto bancario: natura giuridica e disciplina contrattuale. Esame del contratto di sconto come modalità di finanziamento e differenze con il *factoring*.

1. La forma delle operazioni bancarie. I c.d. contratti mono firma.

Gli artt. 115 ss., D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (c.d. T.U.B.) contengono la normativa generale in materia di trasparenza bancaria[01].

In particolare, l'art. 117, primo comma, T.U.B. regolamenta la forma dei contratti bancari, stabilendo che essi siano redatti per iscritto, e che un loro esemplare venga conse-

01 In argomento, v. S. MAZZAMUTO, *I contratti bancari: un'introduzione*, in *I contratti bancari*, a cura di F. Piraino e S. Cherti, Torino, 2016, pp. XIX ss.

gnato ai clienti[02]; tale forma è prescritta *ad substantiam*, poiché il terzo comma della disposizione in esame sanziona la sua inosservanza con la nullità del contratto[03].

Tale nullità è relativa, cioè protettiva del cliente, poiché l'art. 127 T.U.B. prevede che essa operi soltanto a vantaggio di quest'ultimo, pur potendo anche essere rilevata d'ufficio dal giudice.

Ai sensi dell'art. 117, secondo comma, T.U.B., il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (c.d. C.I.C.R.) può prevedere che, per motivate ragioni tecniche, particolari contratti possano essere stipulati in altra forma; tale facoltà è stata sfruttata, ad esempio, in tema di apertura di credito, consentendo la conclusione di quest'ultima in forma orale ove essa si inscriva entro la cornice più generale di un contratto di conto corrente bancario che già contempli, a determinate condizioni, la possibilità di stipularla[04].

Sempre a proposito della forma del contratto, bisogna evidenziare che, in passato, si discuteva in merito alla validità dei c.d. contratti mono firma, cioè di quei contratti sottoscritti dal cliente, ma non dall'istituto di credito; la questione è stata risolta dalla giurisprudenza della Suprema Corte, la quale, prima in materia di intermediazione fi-

02 L'art. 20, comma 1-*bis*, D.lgs. 7 marzo 2005, n. 82 (c.d. C.A.D.) afferma che il documento informatico soddisfi il requisito della forma scritta e abbia l'efficacia prevista dall'art. 2702 cod. civ. quando vi è apposta una firma digitale, altro tipo di firma elettronica qualificata o una firma elettronica avanzata o, comunque, è formato attraverso un processo avente i caratteri descritti dalla disposizione in esame. In tutti gli altri casi, si aggiunge, l'idoneità del documento informatico a soddisfare il requisito della forma scritta e il suo valore probatorio sono liberamente valutabili in giudizio, in relazione alle caratteristiche di sicurezza, integrità e immodificabilità. Sul punto, cfr. P. L. Fausti, *Art. 1813-1822. Mutuo*, in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Bologna, 2024, pp. 144-146; in generale, sulla forma, si veda P. L. Fausti, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 138-140.

03 In connessione con il requisito di forma, si prevedono, sempre nel disposto dell'art. 117 T.U.B.: al quarto comma, il c.d. principio di completezza, in base al quale i contratti debbono indicare il tasso di interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati, inclusi, per i contratti di credito, gli eventuali maggiori oneri in caso di mora; al sesto comma, il divieto di rinvio agli usi e il c.d. principio di conformità del contratto alle condizioni pubblicizzate, poiché si statuisce che sono nulle, e si considerano come non apposte, le clausole contrattuali di rinvio agli usi per la determinazione dei tassi di interesse e di ogni altro prezzo e condizione praticati, nonché quelle che prevedono tassi, prezzi e condizioni più sfavorevoli, per i clienti, di quelli pubblicizzati. Il settimo comma della medesima disposizione, infine, stabilisce quali siano le conseguenze in caso di violazione dei commi quarto e sesto, con un meccanismo che prevede la nullità parziale del contratto, con riferimento alle clausole in contrasto con tali regole, e l'integrazione coattiva *ex lege* di esso con condizioni di sfavore per l'istituto bancario.

04 Infatti, il C.I.C.R., con la delibera del 4 marzo 2003, n. 286, relativa alla *Disciplina della trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari*, ha previsto che la Banca d'Italia può individuare forme diverse da quella scritta, tra l'altro, per l'ipotesi in cui si tratti di operazioni e servizi effettuati sulla base di contratti redatti per iscritto; disposizione, questa, riprodotta nelle *Istruzioni di Vigilanza* della Banca d'Italia del 24 luglio 2003 (Sez. 3ª, n. 2, lett. a)). In questi termini, v. R. Teti, *Dell'apertura di credito bancario. Artt. 1842-1845*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2005, p. 63. In merito alla possibilità, o meno, di stipulare un'apertura di credito per fatti concludenti, si veda R. Teti, *Dell'apertura di credito bancario*. *Artt. 1842-1845*, cit., pp. 70-79.

nanziaria[05], e poi con riferimento ai contratti bancari[06], ha affermato che il requisito di forma possa ritenersi soddisfatto anche senza la sottoscrizione dell'istituto finanziario, essendo sufficiente la redazione per iscritto del contratto, la sua sottoscrizione da parte del cliente e la consegna, ad egli, di una copia del contratto stesso, potendo desumersi, il consenso della banca, anche da comportamenti concludenti, poiché, come sopra ricordato, la sanzione della nullità opera solo in un'ottica di protezione del cliente, il quale, avendo firmato il contratto e ricevuto una copia di esso, non abbisogna, sul punto, di una ulteriore tutela[07].

2. Il mutuo: caratteristiche e disciplina. Approfondimento del mutuo come contratto reale.

Nell'immaginario collettivo, il contratto di mutuo[08] è, non a torto, la principale modalità di concessione del credito, nonché la più diffusa tra le operazioni bancarie attive; queste ultime formano l'esercizio del credito da parte delle banche, il quale, insieme alla raccolta del risparmio tra il pubblico a mezzo delle c.d. operazioni bancarie passive, dà luogo, ai sensi dell'art. 10, primo comma, T.U.B., all'attività bancaria.

Nonostante il fatto che il campo di utilizzo in assoluto più frequente sia di certo quello bancario, in realtà, in astratto, un contratto di mutuo potrebbe essere stipulato anche tra due soggetti, per così dire, privati; in altri termini, non è necessario, per la stipulazione di tale contratto, che una delle parti sia un istituto bancario. La conferma di ciò si trae dal Codice civile, il quale disciplina il mutuo, che è, quindi, un contratto tipico, al Libro IV, Titolo III, Capo XV, e non al successivo Capo XVII, il quale è dedicato espressamente ai contratti bancari e fornisce, invece, la disciplina dei contratti di cui ai paragrafi successivi.

Venendo alla nozione di mutuo, l'art. 1813 cod. civ. lo definisce come il contratto con il quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili, e quest'ultima si obbliga a restituire alla prima altrettante cose della stessa specie e qualità[09]; sebbene nel contesto bancario l'oggetto della consegna sia sempre il denaro, in astratto, però, il mutuo può prevedere la *traditio* anche di altre cose fungibili, intendendosi, per queste ultime, quei beni che vengono in rilievo solo in funzione della loro appartenenza ad un genere: lo stesso denaro, bene fungibile per eccellenza, viene considerato, com'è noto, in quanto appartenente ad una certa valuta, e non con riferi-

05 V. Cass., Sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898, in *DeJure*, a proposito dell'art. 23, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. T.U.F.).

06 Cfr.: Cass., 29 novembre 2018, n. 30885, in *DeJure*; Cass., 2 aprile 2021, n. 9196, in *DeJure*.

07 In tal senso, si veda P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 140-141, testo e nota 207.

08 In argomento, v.: S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, in *I contratti bancari*, a cura di F. Piraino e S. Cherti, Torino, 2016, pp. 169 ss.; M. TATARANO, *Il mutuo bancario*, in *Contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2021, pp. 1133 ss.; P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., *passim*.

09 Cfr. P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 1 ss.

mento alla singola banconota.

Un elemento centrale del mutuo è il suo inquadramento all'interno dei contratti ad effetti reali: la proprietà del denaro, o della quantità di cose fungibili, oggetto di consegna, ai sensi dell'art. 1814 cod. civ., si trasferisce dal mutuante al mutuatario, il quale dovrà restituire, nel primo caso, un'egual somma, e, nel secondo caso, il c.d. *tantundem eiusdem generis et qualitatis*[10].

Una questione altrettanto fondamentale, ma dibattuta, attiene alla realità del mutuo[11]; in particolare, ci si chiede se tale contratto si caratterizzi per essere sempre un contratto reale. La distinzione da tenere presente, quindi, è quella tra contratti consensuali e reali: i primi, tra i quali rientra ad esempio la vendita, sono quelli in cui, ai sensi dell'art. 1376 cod. civ., la proprietà, un diritto reale, o un altro diritto, si trasmette, o si acquista, solamente per effetto del consenso delle parti legittimamente manifestato; i secondi, invece, sono quei contratti che, ai fini del loro perfezionamento, richiedono, oltre allo scambio dei consensi dei contraenti, anche la consegna del bene oggetto del negozio.

L'art. 1813 cod. civ., facendo espresso riferimento all'elemento della *traditio*, mostra di considerare il mutuo quale contratto reale; d'altra parte, l'art. 1822 cod. civ., in tema di promessa di mutuo, contempla l'ipotesi nella quale le parti si accordano, senza che ancora vi sia la consegna del denaro, nel senso che una di esse dovrà corrispondere all'altra, a titolo di mutuo, una somma di denaro o altra quantità di cose fungibili: chi promette di dare a mutuo potrà rifiutare l'adempimento della sua obbligazione ove le condizioni patrimoniali dell'altro contraente diventino tali da rendere notevolmente difficile la restituzione, e non vengano offerte idonee garanzie in merito alla restituzione medesima[12]. Secondo l'interpretazione prevalente e preferibile, tuttavia, l'art. 1822 cod. civ. non contempla l'ipotesi di una variante consensuale del mutuo, ma prevede il caso del contratto preliminare di mutuo, intendendosi, per quest'ultimo, quel negozio, di cui all'art. 1351 cod. civ., con il quale le parti si obbligano a stipulare un successivo contratto definitivo, nella specie, per l'appunto, di mutuo[13].

Per rispondere all'interrogativo riguardante la necessaria realità del mutuo è opportuno domandarsi quale sia la *ratio* sottesa al perfezionamento del contratto mediante la *traditio* del denaro: infatti, ove quest'ultima rispondesse ad un interesse di carattere pubblicistico, sarebbe pressoché impossibile ammettere la variante consensuale di tale contratto; sembra, invece, che l'interesse tutelato abbia una matrice, solamente, privatistica: normalmente, la consegna del denaro, dal mutuante al mutuatario, è accompagnata dalla concessione di una garanzia reale o personale, quanto alla restituzione, da parte di quest'ultimo nei confronti del primo, della somma mutuata, e, dunque,

10 In questo senso, v. S. Cherti, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 171-172.

11 Sul punto, v. P. L. Fausti, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 85 ss.

12 Per tutti, v. P. L. Fausti, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 724 ss.

13 In questi termini, v. S. Cherti, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., p. 174.

ancorando il perfezionamento del contratto alla *traditio*, si permette al mutuante di vincolarsi solo in questo momento, nel quale, per l'appunto, si ha la concessione di una garanzia in suo favore[14].

Dunque, la questione che occorre porsi diventa se le parti, nella loro autonomia contrattuale, possano concludere un mutuo, nel singolo caso di specie, solamente per effetto del loro consenso, dove, quindi, la consegna del denaro, ad opera della parte mutuante, diventa solo un momento esecutivo di un rapporto contrattuale già instauratosi. Secondo l'interpretazione preferibile[15], la possibilità di concludere un mutuo consensuale non connotato da realità si ricaverebbe dai principi generali: un siffatto contratto atipico, da un lato, sicuramente rientrerebbe nella nozione di contratto di cui all'art. 1321 cod. civ. e possiederebbe gli elementi di cui all'art. 1325 cod. civ., e, dall'altro lato, non avrebbe difficoltà a soddisfare i requisiti previsti dall'art. 1322 cod. civ. per la stipulazione dei contratti atipici, ovvero la liceità e la meritevolezza degli interessi perseguiti[16]; una diversa interpretazione[17], argomentando dalla lettera dell'art. 1813 cod. civ., ritiene invece che il mutuo debba essere sempre connotato da realità, potendosi, al più, optare per una modalità di consegna del denaro piuttosto che per un'altra, contando, effettivamente, solo che il mutuatario consegua la disponibilità giuridica di tale somma, la quale, di solito, viene realizzata con l'accredito di quest'ultima, da parte della banca, sul conto corrente intestato al cliente[18].

A proposito della realità del mutuo, in tema di credito immobiliare ai consumatori, l'art. 120-*quinquies*, primo comma, lett. c), T.U.B., nel definire il contratto di credito, contempla sia l'ipotesi della concessione immediata del denaro e sia il caso in cui l'istituto di credito si impegna a consegnare tale somma al cliente, prefigurando, di fatto, una vera e propria variante consensuale del contratto di mutuo[19]; con riferimento alle due tesi sopra riportate, si potrebbe sostenere: da una parte, che tale norma apra ad una configurabilità più generalizzata del mutuo consensuale; dall'altra parte, al contrario, che questa disposizione sia sintomatica dell'ammissibilità di tale figura nei soli casi eccezionalmente previsti dalla legge.

14 Cfr. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 176-177.

15 Cfr. M. TATARANO, *Il mutuo bancario*, cit., pp. 1144-1147, dove si enuclea anche la figura, piuttosto diffusa nella prassi, del c.d. mutuo unilaterale, espressione con la quale non si intende fare riferimento allo schema di cui all'art. 1333 c.c., ma ad una proposta contrattuale di mutuo, proveniente dall'istituto bancario, portata all'attenzione del notaio, davanti al quale compare solamente il mutuatario, che, mediante la sottoscrizione dell'atto notarile che riproduce il contenuto della proposta medesima, la accetta ai sensi dell'art. 1326 c.c.

16 In tal senso, v. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 175-176.

17 Cfr. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., p. 176, in cui si afferma che tale opinione sia ancora quella prevalente.

18 In questi termini, v. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 177-178.

19 Cfr. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., p. 179, testo e nota 35.

Collegato al tema in esame è il c.d. mutuo di scopo[20], nel cui regolamento negoziale sussiste una vera e propria clausola di destinazione della somma mutuata: l'utilizzo che verrà fatto del denaro prestato assume un preciso rilievo causale; in base alla fonte dell'obbligo di destinare il capitale ad una certa finalità, si distingue tra mutui di scopo legale e convenzionale: nei primi il vincolo di scopo è imposto dalla legge, mentre nei secondi è fissato dalle parti[21]. Normalmente, tale tipologia di mutuo si atteggia quale contratto consensuale: infatti, di regola il contratto si perfeziona per effetto del solo consenso dei contraenti, e la consegna della somma attiene unicamente alla successiva esecuzione del rapporto[22].

Con riferimento all'affermazione per cui la consegna del denaro può realizzarsi in qualsiasi modo, purché il mutuatario ottenga la disponibilità giuridica del denaro, occorre sottolineare che tale conclusione è stata riaffermata da due recenti sentenze della Suprema Corte: la prima pronuncia riguarda il c.d. mutuo solutorio, intendendosi, per esso, il contratto di mutuo, solitamente fondiario[23], nel quale la banca accredita la somma sul conto corrente del cliente, ma quest'ultima è immediatamente destinata all'e-

20 In argomento, v.: S. Cherti, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 194 ss.; M. Tatarano, *Mutuo di scopo e mutuo fondiario tra patologie e rimedi*, Napoli, 2022, *passim*.

21 Tale distinzione assume un rilievo particolare durante un'eventuale fase patologica del rapporto: ove lo scopo sia legale e i contraenti si accordino nel senso di non impiegare le somme per l'utilizzo previsto dalla legge, la causa del contratto sarebbe illecita ai sensi dell'art. 1343 cod. civ. e, quindi, il contratto sarebbe nullo in forza dell'art. 1418, secondo comma, cod. civ.; dall'altra parte, per tutte le tipologie di mutuo di scopo, ove il mutuatario non utilizzi il denaro per il fine previsto, si giustifica l'utilizzo del rimedio della risoluzione del contratto di cui all'art. 1453 cod. civ. Dunque, la differenza sta in questo: mentre, a fronte del mancato utilizzo della somma da parte del mutuatario per lo scopo prefissato, la risoluzione del contratto può essere invocata in tutti i mutui di scopo; invece, la questione dell'illiceità della causa può sorgere solo nel caso in cui venga stipulato, tra le parti, un patto di distrazione del denaro dallo scopo individuato dal legislatore.

22 Un esempio classico del contratto in esame è il c.d. mutuo a stato avanzamento lavori (o mutuo S.A.L), dove la somma viene erogata per la costruzione, o la ristrutturazione, di un fabbricato, non in un'unica soluzione, ma in più *tranches*; per consentire all'istituto bancario di controllare efficacemente che il denaro prestato venga effettivamente utilizzato per la finalità concordata, ogni successiva erogazione avviene solo se, volta per volta, le opere siano arrivate al punto stabilito.

23 In questo senso, v. P. L. Fausti, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 129-130; di regola, il nuovo mutuo è fondiario, ai sensi degli artt. 38 ss. T.U.B., poiché, in tal modo, la banca può contare sul fatto che, decorsi solamente dieci giorni dall'iscrizione, in suo favore, dell'ipoteca a garanzia del proprio credito, quest'ultima, ai sensi degli artt. 39, quarto comma, T.U.B. e 166, quarto comma, D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (c.d. C.C.I.I.), si consolida e non può essere assoggettata all'azione revocatoria di cui alla disposizione da ultimo menzionata. In argomento, per la questione relativa alla sorte del mutuo fondiario accordato per un ammontare eccedente il limite di cui all'art. 38 T.U.B., si veda P. L. Fausti, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 314 ss.

stinzione di una pregressa esposizione debitoria nei confronti della banca medesima[24]; la seconda sentenza, invece, riguarda il caso in cui si convenga, da un lato, l'erogazione della somma al mutuatario e, dall'altro lato, il contestuale versamento di essa alla banca a titolo di pegno o di deposito irregolare, con l'obbligo per quest'ultima di svincolare il denaro, in futuro, a favore del cliente, al verificarsi delle condizioni concordate[25]. Sia nell'uno che nell'altro caso, la Corte afferma che si è in presenza di un vero e proprio contratto di mutuo perfezionatosi mediante la consegna della somma, nonostante le particolari modalità con le quali viene effettuata quest'ultima, poiché, come più volte ricordato, conta solo che il cliente ottenga la disponibilità giuridica del denaro.

Dopo che il mutuante ha consegnato il denaro al mutuatario, su quest'ultimo grava, come detto, l'obbligo di restituire per equivalente la somma concessagli; tuttavia, l'art. 1815 cod. civ. prevede una presunzione di onerosità del contratto di mutuo, nel senso che il mutuatario, salva una diversa volontà delle parti, deve corrispondere al mutuante, in aggiunta al capitale da restituire, gli interessi c.d. corrispettivi.

Gli interessi sono annoverati tra i frutti civili[26], i quali, ai sensi dell'art. 820, terzo comma, cod. civ.[27], sono definiti come quei frutti che si ritraggono dalla cosa come corrispettivo del godimento che altri ne abbia; essi, ai sensi dell'art. 821, terzo comma, cod. civ., si

24 Cfr. Cass., Sez. un., 5 marzo 2025, n. 5841, in *DeJure*, dove si afferma il seguente principio di diritto: "Il perfezionamento del contratto di mutuo, con la conseguente nascita dell'obbligo di restituzione a carico del mutuatario, si verifica nel momento in cui la somma mutuata, ancorché non consegnata materialmente, sia posta nella disponibilità giuridica del mutuatario medesimo, attraverso l'accredito su conto corrente, non rilevando in contrario che le somme stesse siano immediatamente destinate a ripianare pregresse esposizioni debitorie nei confronti della banca mutuante, costituendo tale destinazione frutto di atti dispositivi comunque distinti ed estranei alla fattispecie contrattuale. Anche ove si verifichi tale destinazione, il contratto di mutuo (c.d. mutuo solutorio), in presenza dei requisiti previsti dall'art. 474 cod. proc. civ., costituisce valido titolo esecutivo". Dunque, con la sentenza in questione, da una parte, si ammette la validità del mutuo solutorio medesimo e, dall'altra parte, si riconosce che esso possa costituire un valido titolo esecutivo; per un commento alla pronuncia, si veda Cass., Sez. un., 5 marzo 2025, n. 5841, in *Giurisprudenza Notarile*, con nota di G. BRIGHINA, *Mutuo solutorio*, *passim*.

25 Cfr. Cass., Sez. un., 6 marzo 2025, n. 5968, in *DeJure*, nella quale viene formulato tale principio di diritto: "Il contratto di mutuo integra titolo esecutivo a favore del mutuante in tutti i casi in cui la somma mutuata sia stata effettivamente, quand'anche con mera operazione contabile, messa a disposizione del mutuatario e questi abbia assunto l'obbligazione - univoca, espressa ed incondizionata - di restituirla. Pertanto, costituisce valido titolo esecutivo, di per sé solo e senza che occorra un nuovo atto pubblico o scrittura privata autenticata che attesti l'erogazione dell'avvenuto svincolo, anche quando vi sia contestualmente pattuizione di costituzione della somma mutuata in deposito o pegno irregolari e assunzione dell'obbligazione della mandante di svincolarla direttamente al verificarsi di quanto convenuto".

26 L'altra tipologia di frutti è rappresentata da quelli naturali, i quali, ai sensi dell'art. 820, primo comma, cod. civ., provengono direttamente dalla cosa, vi concorra o meno l'opera dell'uomo, come i prodotti agricoli, la legna, i parti degli animali, i prodotti delle miniere, cave e torbiere; essi, finchè non avviene la separazione dalla cosa della quale formano parte, costituiscono parte integrante di quest'ultima.

27 Altri esempi di frutti civili richiamati dalla norma in questione, oltre agli interessi sui capitali, sono: i canoni di locazione, quelli enfiteutici, le rendite vitalizie e ogni altra rendita.

acquistano giorno per giorno, in ragione della durata del diritto (*rectius*: rapporto).

Il pagamento degli interessi corrispettivi da parte del mutuatario rientra nella normale fisiologia del rapporto e ha la funzione di remunerare la concessione del prestito da parte del mutuante[28]; quanto alla determinazione della misura degli interessi dovuti dal mutuatario, l'art. 1815 c.c., da un lato, rinvia all'art. 1284 cod. civ.[29] e, dall'altro lato, sanziona la eventuale usurarietà degli interessi medesimi con la nullità della clausola che li prevede, di modo che il mutuatario non li debba corrispondere *in toto*[30].

Un elemento essenziale nello svolgimento del rapporto di mutuo è la presenza di un termine per la restituzione della somma mutuata; difatti, ove il mutuatario fosse tenuto a restituire immediatamente la somma consegnatagli, verrebbe frustrata la funzione del contratto medesimo e l'interesse delle parti, il quale, sul punto, deve essere declinato diversamente a seconda che il mutuo sia oneroso oppure gratuito. Nel primo caso, ai sensi dell'art. 1816 cod. civ., il termine per la restituzione si presume stipulato a favore di entrambe le parti, poiché, da un lato, il mutuatario ha interesse a non poter essere costretto a restituire la somma prima di una certa data, in modo da poterne usufruire e godere, ma, dall'altro lato, è interesse anche del mutuante quello di non vedersi restituito il denaro prima di una certa data, di modo che gli interessi maturino nel tempo e che gli possa lucrare sul capitale come prefiguratosi; nel caso del mutuo gratuito, invece, in forza della norma richiamata e di quanto appena detto, dato che non devono essere corrisposti gli interessi, il termine per la restituzione della somma si presume fissato a favore del solo mutuatario.

L'essenzialità del termine per la restituzione nella struttura del contratto si evince anche da un'altra disposizione: l'art. 1817 cod. civ. stabilisce che, ove le parti non prevedano il termine medesimo, esso venga stabilito dal giudice, avuto riguardo alle circostanze; tale norma deroga rispetto alla regola di cui all'art. 1183 cod. civ., in base alla quale, ove non sia determinato il tempo in cui la prestazione debba essere eseguita, il creditore possa esigerla immediatamente. Tale deroga si giustifica in ragione di quanto prima

28 Essi, quindi, differiscono dagli interessi moratori, i quali, invece, sono dovuti nell'eventualità patologica di un ritardo nell'adempimento da parte del mutuatario.

29 La disposizione prevede che il Ministro del tesoro, con decreto pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana non oltre il 15 dicembre dell'anno precedente a quello cui il saggio si riferisce, può determinarne annualmente la misura, sulla base del rendimento medio annuo lordo dei titoli di Stato di durata non superiore a dodici mesi e tenuto conto del tasso di inflazione registrato nell'anno; qualora entro la data indicata non sia fissata una nuova misura del saggio, questo rimane invariato per l'anno successivo. La norma aggiunge, da una parte, che allo stesso saggio si computano gli interessi convenzionali, ove le parti non ne abbiano determinato la misura e, dall'altra parte, che gli interessi superiori alla misura legale debbano essere determinati per iscritto, altrimenti essi sono dovuti nella misura legale. Con riferimento alle diverse tipologie di mutuo, dal punto di vista delle modalità di corresponsione degli interessi (mutui a tasso fisso, a tasso variabile ecc.), v.: S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 184 ss.; P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 444 ss. e 649 ss.

30 In merito al modo con cui si determina se gli interessi previsti in un contratto siano usurari o meno, v. P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 474 ss.

ricordato: il termine, nell'economia del mutuo, è fondamentale, e non può mai mancare, venendo, altrimenti, irrimediabilmente compromessa la struttura di tale contratto.

Le obbligazioni, assunte dal mutuatario, di restituire il capitale e di pagare gli interessi sono pecuniarie e, in quanto debiti di valuta, soggiacciono al principio nominalistico di cui all'art. 1277, primo comma, cod. civ.[31], in base al quale i debiti pecuniari si estinguono con moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento e, soprattutto, per il suo valore nominale; ciò significa che il mutuatario deve restituire il capitale nella stessa entità monetaria prestatagli, senza che la somma mutuata debba essere rivalutata alla luce dell'inflazione, e lo stesso vale per gli interessi. Di conseguenza, il rischio dell'inflazione grava per intero sulla banca mutuante, poiché il mutuatario deve restituire il medesimo importo nominale di moneta, a prescindere dal suo diminuito potere di acquisto[32]. Per far fronte alla svalutazione monetaria, gli istituti di credito si avvalgono delle c.d. clausole di indicizzazione, le quali consentono di rivalutare, sulla base di determinati parametri[33], il capitale che il mutuatario deve restituire, oppure, più modernamente e frequentemente, le banche praticano dei tassi di interesse che consentono loro sia di ottenere la remunerazione per il capitale prestato al mutuatario e sia di evitare le conseguenze negative derivanti dall'inflazione monetaria[34].

Infine, è opportuno soffermarsi sulla c.d. portabilità del mutuo[35], disciplinata dall'art. 120-*quater* T.U.B.[36]: trattasi di un istituto che consente al mutuatario di sostituire la banca mutuante durante il corso del rapporto, e quindi una volta che il contratto di mutuo è già stato stipulato; l'obiettivo del legislatore, dunque, sul punto, è duplice: da un lato, rendere il mutuo già perfezionato un prodotto sostituibile e creare, per così dire, un mercato dei mutui, in modo da stimolare la concorrenza tra le banche non solo

31 In questo senso, v. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., p. 182.

32 In astratto, sul mutuatario grava il rischio opposto, ossia quello della deflazione, in base alla quale egli si ritroverebbe a restituire una somma di denaro di valore nominale pari a quella prestatagli, ma con un potere di acquisto più elevato; tuttavia, mentre, nella storia economica, l'inflazione è la regola, la deflazione è l'eccezione.

33 Esempi di clausole di indicizzazione sono: la "clausola oro", dove la restituzione della somma mutuata viene agganciata al variare del valore dell'oro; la "clausola valuta estera", nella quale si parametra il capitale da restituire ad una certa quantità di moneta estera; la "clausola merci", in cui la somma da restituire viene rivalutata alla luce delle oscillazioni del valore di un paniere di merci, dove il più utilizzato è il "paniere Istat".

34 In questi termini, v. S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 183-184.

35 In argomento, v.: S. CHERTI, *Il mutuo (tra Codice civile e legislazione speciale)*, cit., pp. 190 ss.; P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., pp. 566 ss.

36 Ai sensi del primo e del nono comma, il campo di applicazione ricomprende i contratti di finanziamento conclusi da intermediari bancari e finanziari con persone fisiche o microimprese e, anche, i finanziamenti concessi da enti di previdenza obbligatoria ai loro iscritti, mentre sono esclusi i contratti di locazione finanziaria. Al quinto comma, la disposizione in esame fa comunque salva la c.d. rinegoziazione, e cioè la possibilità del finanziatore originario e del debitore di pattuire la variazione senza spese delle condizioni del contratto in essere, mediante scrittura privata anche non autenticata.

nella fase che precede la conclusione di tali contratti, ma anche nel periodo di tempo successivo; dall'altro lato, avvantaggiare il mutuatario, consentendogli di ricercare e accedere a condizioni economiche più vantaggiose, anche dopo aver già stipulato il contratto. La portabilità del mutuo utilizza e riadatta l'istituto della surrogazione per volontà del debitore di cui all'art. 1202 cod. civ., in base al quale, il debitore, che prende a mutuo una somma di denaro o altra cosa fungibile al fine di pagare il debito, può surrogare il mutuante nei diritti del creditore, anche senza il consenso di questo, alle seguenti condizioni, valevoli, quindi, anche nel contesto dell'art. 120-*quater* T.U.B.: il nuovo mutuo deve essere destinato espressamente ad estinguere il precedente, e deve risultare da un atto avente data certa; l'originaria banca deve rilasciare quietanza dell'avvenuto pagamento della somma di cui era creditrice, e anch'essa deve avere data certa; all'interno della quietanza medesima, deve essere obbligatoriamente riportata la dichiarazione del debitore relativa alla provenienza della somma utilizzata per estinguere il vecchio mutuo, il quale, quindi, deve comunicare di aver contratto un mutuo di scopo finalizzato alla chiusura del precedente rapporto; indi, è necessario che il mutuatario dichiari espressamente di voler surrogare il nuovo istituto bancario nelle ragioni del vecchio. Concretamente, la surrogazione per volontà del debitore nel contesto di un'operazione di portabilità di un mutuo bancario può realizzarsi secondo due modalità: può essere concluso un nuovo contratto di mutuo a scopo, con relativa dichiarazione di surrogazione del debitore, e, successivamente e separatamente, si raccoglie la quietanza di pagamento del vecchio istituto di credito; oppure, può confezionarsi un'operazione trilaterale, dove, nel contesto del medesimo atto, si trovano sia il nuovo mutuo, con relativa dichiarazione di surroga, e sia la quietanza della vecchia banca. Un effetto importante della surrogazione è il subentro, ai sensi dell'art. 120-*quater*, secondo comma, T.U.B., da parte della nuova banca mutuante, nelle garanzie, personali e reali, accessorie al credito cui la surrogazione si riferisce; tale previsione è rilevante in specie con riferimento alla garanzia ipotecaria: difatti, rimanendo, l'ipoteca, quella originaria del vecchio mutuo, ecco che all'istituto di credito subentrante non potranno essere opposte eventuali formalità pregiudizievoli trascritte o iscritte sul bene ipotecato prima del perfezionamento dell'operazione di surrogazione[37]. Come anticipato, la portabilità del mutuo riadatta l'istituto della surrogazione per volontà del debitore, rendendolo maggiormente snello e fruibile per il mutuatario; in particolare, da un lato, ai sensi del primo comma della norma in esame, l'utilizzo di tale operazione non è precluso dalla non esigibilità del credito o dalla pattuizione di un termine a favore del creditore e, dall'altro lato, per il debitore, la surrogazione dovrà avvenire a costo zero, non poten-

37 Ai sensi dell'art. 120-*quater*, terzo comma, secondo periodo, T.U.B., l'annotamento della surrogazione, a margine dell'ipoteca iscritta a favore dell'originaria banca mutuante, può essere richiesto al conservatore dei registri immobiliari senza formalità, allegando copia autentica dell'atto di surrogazione stipulato per atto pubblico o scrittura privata.

do comportare alcun onere o spesa a suo carico[38], e, infine, la complessiva operazione di surrogazione deve perfezionarsi entro tempi brevi[39]. Infine, giova porre in evidenza che, fermo restando quanto sopra esposto, la nuova banca alla quale si rivolge il mutuatario è del tutto libera di decidere, col limite generale del principio di buona fede, se surrogarsi o meno al precedente istituto di credito; in questo senso, non sussiste, per il cliente, un diritto alla surrogazione: la banca, come per la stipulazione di qualsiasi contratto di mutuo, valuta il merito creditizio del mutuatario e, poi, decide se finanziare quest'ultimo o meno[40].

3. L'apertura di credito: regolamentazione, peculiarità e flessibilità nell'utilizzo del credito.

L'art. 1842 cod. civ. definisce l'apertura di credito[41] come il contratto col quale la banca si obbliga a tenere a disposizione dell'altra parte una somma di denaro per un dato periodo di tempo o a tempo indeterminato; il cliente, dal canto suo, ha la facoltà di utilizzare, in tutto o in parte, la somma messagli a disposizione, con l'obbligo, trattando-

38 Nello specifico, l'art. 120-*quater* T.U.B.: al terzo comma, prevede che la surrogazione comporti il trasferimento del contratto, alle condizioni stipulate tra il cliente e l'intermediario subentrante, con esclusione di penali o altri oneri di qualsiasi natura; al quarto comma, si stabilisce che non possano essere imposte al cliente spese o commissioni per la concessione del nuovo finanziamento, per l'istruttoria e per gli accertamenti catastali, che si svolgono secondo procedure di collaborazione tra intermediari improntate a criteri di massima riduzione dei tempi, degli adempimenti e dei costi connessi. In ogni caso, gli intermediari non applicano alla clientela costi di alcun genere, neanche in forma indiretta, per l'esecuzione delle formalità connesse alle operazioni di surrogazione; al sesto comma, si prevede la nullità di ogni patto, anche posteriore alla stipulazione del contratto, con il quale si impedisca o si renda oneroso per il debitore l'esercizio della facoltà di surrogazione, senza che la nullità del patto comporti la nullità del contratto; infine, all'ottavo comma si aggiunge che la surrogazione per volontà del debitore non comporta il venir meno dei benefici fiscali.

39 Nello specifico, ai sensi del settimo comma della norma in oggetto, entro il termine di trenta giorni lavorativi dalla data in cui il cliente chiede al mutuante surrogato di acquisire dal finanziatore originario l'esatto importo del proprio debito residuo. Nel caso in cui la surrogazione non si perfezioni entro il termine di trenta giorni lavorativi, per cause dovute al finanziatore originario, aggiunge la disposizione, quest'ultimo è comunque tenuto a risarcire il cliente in misura pari all'uno per cento del valore del finanziamento per ciascun mese o frazione di mese di ritardo. Resta ferma la possibilità per il finanziatore originario di rivalersi sul mutuante surrogato, nel caso in cui il ritardo sia dovuto a cause allo stesso imputabili.

40 In questi termini, v. P. L. FAUSTI, *Art. 1813-1822. Mutuo*, cit., p. 582.Seppur in altro ambito, di recente la Suprema Corte ha ribadito l'importanza di una corretta valutazione del merito creditizio, evidenziandone il collegamento con la diligenza qualificata, che deve essere tenuta dall'istituto bancario, di cui all'art. 1176, secondo comma, cod. civ.; sul punto, cfr. Cass., 8 ottobre 2024, n. 26248, in *DeJure*.

41 In argomento, v.: R. TETI, *Dell'apertura di credito bancario. Artt. 1842-1845*, cit., *passim*; C. VERDE, *L'apertura di credito e l'anticipazione bancaria*, in *I contratti bancari*, a cura di F. Piraino e S. Cherti, Torino, 2016, pp. 71 ss.; G. PORCELLI, *L'apertura di credito bancario*, in *Contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2021, pp. 1215 ss.

si di un contratto oneroso[42], di remunerare l'istituto di credito già solo per tale tenuta a disposizione. Essendo espressamente disciplinata, nel Codice civile, all'interno del Capo dedicato ai contratti bancari, l'apertura di credito si caratterizza per essere un contratto tipico.

Trattasi, alla pari del mutuo, di un contratto mediante il quale la banca realizza l'attività di concessione del credito, ma con delle caratteristiche strutturali del tutto diverse: mentre quest'ultimo, come ricordato, è, di norma, un contratto reale che si perfeziona con la dazione del denaro, invece l'apertura di credito è un contratto consensuale, e cioè che si perfeziona in forza del solo accordo tra l'istituto di credito e il cliente[43]; mentre il mutuo, quindi, ha una struttura rigida, il contratto in esame è improntato alla massima flessibilità: il cliente potrà, con la più assoluta libertà e discrezionalità, decidere se avvalersi, o meno, della somma oggetto dell'apertura[44].

Nell'ambito del contratto in esame, il legislatore si è preoccupato di regolamentare in modo approfondito la tematica della remunerazione della banca; quali unici oneri che possono essere imposti dall'istituto di credito al cliente, l'art. 117-*bis*, primo comma, T.U.B. contempla: da un lato, una commissione omnicomprensiva calcolata in maniera proporzionale rispetto alla somma messa a disposizione e alla durata dell'affidamen-

42 Dal punto di vista delle obbligazioni insorgenti per le parti, si tratta di un contratto bilaterale: da un lato, la banca deve tenere a disposizione del cliente una certa somma ed erogargliela ove egli ne faccia richiesta; dall'altro lato, il cliente medesimo è tenuto a remunerare l'istituto di credito sia per la provvista messagli a disposizione che per il denaro effettivamente utilizzato. A ciò è collegata la rilevanza, nel contesto dell'apertura di credito, dell'*intuitus personae*: la banca concede la disponibilità della provvista sulla base di valutazioni che ineriscono la persona del cliente.

43 Si sottolinea che, anche qualora il mutuo si perfezioni in ragione del solo consenso delle parti, come nel caso del mutuo di scopo, la sua struttura differisce, ad ogni modo, da quella dell'apertura di credito: nel primo, la banca si obbliga a consegnare la somma pattuita, la quale, quindi, verrà sicuramente consegnata al cliente; nella seconda, invece, la corresponsione della somma è meramente eventuale, obbligandosi unicamente, l'istituto di credito, a tenere il denaro a disposizione del cliente, il quale, esercitando un diritto potestativo, potrà scegliere liberamente di fruire, o meno, in tutto o in parte, della provvista messagli a disposizione. L'apertura di credito differisce, altresì, dalla promessa di mutuo di cui all'art. 1822 cod. civ.: quest'ultima si sostanzia in un preliminare col quale le parti si obbligano a stipulare un successivo contratto di mutuo in forza del quale la banca consegnerà la somma al cliente; invece, la prima costituisce un contratto già definitivo, in ragione del quale l'istituto di credito di obbliga a tenere il denaro a disposizione del cliente e ad erogarglielo a sua richiesta.

44 Comunque, la descritta flessibilità non si attaglia, per forza di cose, alle esigenze di tutte le persone: un cliente che volesse prendere in prestito una somma per l'acquisto, ad esempio, della sua casa di abitazione, non sarà portato a stipulare un'apertura di credito; viceversa, tale contratto diventa molto utile nel contesto, più fluido, dell'attività di impresa, dove, con la sua stipulazione, l'imprenditore può fare affidamento sulla somma di denaro tenutagli a disposizione per affrontare le eventuali ed imprevedibili fasi avverse dei cicli economici.

to[45]; dall'altro lato, un tasso di interesse debitore da calcolarsi sul denaro effettivamente utilizzato dal cliente. Nel caso in cui il beneficiario dell'apertura superi i limiti dell'affidamento e utilizzi una somma maggiore rispetto a quella tenutagli a disposizione, il secondo comma dell'articolo in esame stabilisce che si possano prevedere, quali unici oneri a suo carico, una commissione di istruttoria veloce determinata in misura fissa, espressa in valore assoluto, commisurata ai costi, e un tasso di interesse debitore sull'ammontare dello sconfinamento[46]. Infine, il terzo comma sanziona con la nullità le clausole contrattuali che prevedono oneri diversi o non conformi rispetto a quanto stabilito dai due commi appena esaminati, senza che, però, ciò comporti la nullità dell'intero contratto di apertura di credito[47].

Ai sensi dell'art. 1843 cod. civ., nel negozio in esame si distingue tra apertura di credito in conto corrente e apertura di credito semplice[48]; ove le parti non convengano altrimenti, si rientra nella prima fattispecie, la quale è perfettamente in linea con la flessibilità del tipo contrattuale in esame: se il cliente, dopo aver prelevato delle somme, le restituisce alla banca, ecco che egli ripristina la disponibilità in suo favore, potendo, in seguito, nuovamente prelevarle. Qualora l'apertura di credito sia semplice, il cliente, al contrario, non potrà riutilizzare più volte le somme restituite, avendo, la corresponsione di queste ultime, funzione satisfattoria del diritto al rimborso dell'istituto di credito.

4. L'anticipazione bancaria: analisi delle peculiarità contrattuali e dell'utilizzo di titoli o merci come garanzie.

L'anticipazione bancaria non è espressamente definita dal legislatore, ma gli interpreti, concordemente, ritengono che si tratti di quel contratto bancario mediante il quale l'istituto di credito concede una somma di denaro a favore del cliente, e quest'ultimo, a sua volta, a garanzia dell'obbligo di restituirla con gli interessi e con ogni accessorio

45 La disposizione in esame aggiunge: da una parte, che nel singolo contratto di apertura di credito la commissione debba essere determinata in coerenza con quanto stabilito dal C.I.C.R.; dall'altra parte, che, ad ogni modo, il suo importo non possa superare lo zero virgola cinque per cento, per trimestre, della somma messa a disposizione del cliente.

46 In tema di sconfinamento nel credito al consumo: da un lato, l'art. 125-*octies* T.U.B. prevede che si applichi il medesimo art. 117-*bis* T.U.B.; dall'altro lato, l'art. 1, comma 1-ter, D.L. 24 marzo 2012, n. 29, convertito, con modificazioni, dalla L. 18 maggio 2012, n. 62, stabilisce che la commissione di cui all'art. 117-*bis*, secondo comma, T.U.B. non si applichi alle famiglie consumatrici titolari di conto corrente, nel caso di sconfinamenti pari o inferiori a cinquecento euro in assenza di affidamento ovvero oltre il limite di fido, per un solo periodo, per ciascun trimestre bancario, non superiore alla durata di sette giorni consecutivi.

47 Il quarto comma della norma prevede che il C.I.C.R. adotti disposizioni applicative dello stesso art. 117-*bis* T.U.B.; l'art. 27-*bis*, primo comma, D.L. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito, con modificazioni, dalla L. 24 marzo 2012, n. 27, prevede la nullità delle clausole contrattuali che contemplino commissioni, a favore delle banche, in contrasto con tali disposizioni applicative.

48 Sul punto, v. C. VERDE, *L'apertura di credito e l'anticipazione bancaria*, cit., pp. 79-80.

convenuto, concede in pegno alla banca titoli, merci o depositi di denaro[49]; tale contratto, nella recente prassi bancaria, non trova largo impiego, poiché gli vengono preferiti altri istituti, come, ad esempio, un'apertura di credito garantita.

Una delle connotazioni essenziali dell'anticipazione bancaria è la sua flessibilità, la quale emerge dal disposto dell'art. 1849 cod. civ.: il cliente, anche prima della scadenza del contratto, può ritirare in parte i beni dati in pegno alla banca, previo rimborso proporzionale del denaro anticipato da quest'ultima e delle altre somme ad essa spettanti[50]; dunque, il debitore ha una possibilità che, normalmente, non spetta a chi concede in pegno dei beni, e cioè quella di realizzare in modo agevole lo svincolo, anche solo parziale, dei beni oggetto della garanzia pignoratizia, e ciò senza che venga interrotto il rapporto di credito instaurato con la banca.

L'anticipazione bancaria, a seconda delle modalità con le quali viene erogato il credito, può atteggiarsi quale contratto consensuale o reale: nel primo caso, l'istituto bancario si limita a tenere a disposizione del cliente una certa somma, e quest'ultimo è titolare del diritto potestativo di utilizzarla, o meno; laddove, invece, si preveda nel contratto l'effettiva consegna del denaro al momento della sua conclusione, dovrebbe trattarsi di un contratto reale[51].

Trattasi di un contratto bancario bilaterale, cioè che comporta l'insorgenza di obbligazioni sia per l'istituto di credito anticipante che per il cliente anticipato: da un lato, il primo eroga una determinata somma nei confronti del secondo o si impegna a tenergliela a disposizione; dall'altro lato, il debitore deve, *in primis*, concedere i beni in pegno alla banca e, *in secundis*, rimborsarle il denaro concretamente utilizzato e pagarle gli interessi, le commissioni e gli accessori dell'operazione, la quale, quindi, si sostanzia in un contratto oneroso. Normalmente, l'anticipazione bancaria è a tempo determinato, poiché, di regola, viene convenuto un termine decorso il quale il debitore deve restituire all'istituto di credito il capitale effettivamente utilizzato.

Nel contratto in esame si deroga al principio di accessorietà delle garanzie: il pegno è un elemento essenziale indefettibile nell'architettura negoziale dell'anticipazione ban-

49 In argomento, v.: C. VERDE, *L'apertura di credito e l'anticipazione bancaria*, cit., pp. 98 ss.; V. FARINA, *L'anticipazione bancaria*, in *Contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2021, pp. 1433 ss.

50 Nel contesto dell'anticipazione bancaria, è essenziale il rispetto di un principio di proporzionalità tra il valore dei beni oppignorati e quello della somma anticipata; tale proporzione deve rimanere costante durante tutto il corso del rapporto, anche se, ai sensi dell'art. 1850 cod. civ., sussiste una soglia di tolleranza del dieci per certo, il c.d. scarto, all'interno della quale un'eventuale alterazione non è rilevante.

51 Tuttavia, un'altra interpretazione ritiene che il contratto resti consensuale e che la *traditio* del capitale costituisca un mero momento esecutivo di un rapporto già sorto in seguito alla stipulazione del contratto medesimo; sul punto, v. C. VERDE, *L'apertura di credito e l'anticipazione bancaria*, cit., p. 99. Ad ogni modo, la rilevanza pratica del problema è assai modesta, poiché, come ricordato, l'anticipazione bancaria può essere conclusa nella variante meramente consensuale.

caria, e assume un preciso rilievo causale. L'art. 2794, primo comma, cod. civ. prevede che colui che ha costituito il pegno non può esigere la restituzione dei beni oppignorati, ove non siano stati interamente pagati il capitale e gli interessi e non siano state rimborsate le spese relative al debito e al pegno; in aggiunta, l'art. 2799 cod. civ. stabilisce che il pegno è indivisibile e che garantisce il credito finché quest'ultimo non viene integralmente soddisfatto, ancorché il debito, o la cosa data in pegno, sia divisibile. Tali disposizioni vengono derogate nell'ambito del negozio in esame, poiché, come accennato, ai sensi dell'art. 1849 cod. civ., il cliente ha la possibilità di rimborsare parzialmente e anticipatamente la somma concessa dall'istituto bancario, in modo tale da ottenere la restituzione di parte dei beni concessi in garanzia, purché, come ricordato, venga rispettato il principio di proporzionalità tra il valore della somma anticipata non ancora restituita e quello dei beni che permangono in garanzia.

Il legislatore restringe l'ambito dei beni che possono essere concessi in garanzia ai titoli, alle merci e ai depositi di denaro, con l'obiettivo di far sì che il pegno possa avere ad oggetto solo beni facilmente negoziabili, di modo che la banca possa agevolmente determinarne il valore di mercato nella valutazione della finanziabilità del cliente[52]. L'istituto di credito deve provvedere alla custodia dei beni consegnatigli, ma le spese sostenute verranno rimborsate dal cliente[53].

In merito alle modalità con le quali l'istituto di credito eroga il denaro, l'anticipazione bancaria può essere semplice oppure regolata in conto corrente: nel primo caso, il contratto prevede che la banca eroghi al cliente l'intero capitale e, come anticipato, si

52 In questo modo, tra l'altro, sarà facile, per il cliente, rientrare nella disponibilità dei beni concessi in garanzia e non sarà complicato, per la banca, liquidarli qualora si tratti di tutelare le proprie ragioni. Quanto ai titoli, normalmente vengono concessi in pegno dei titoli di massa, come le azioni e le obbligazioni delle società, i titoli di stato e le quote dei fondi comuni di investimento; quanto alle merci, trattasi di beni fungibili non facilmente deteriorabili, potendo essere oggetto di pegno, tra l'altro, anche i titoli che le rappresentano, come una polizza di carico o una fede di deposito.

53 L'art. 1847 cod. civ. specifica che la banca deve provvedere per conto del contraente all'assicurazione delle merci date in pegno se, per la natura, il valore o l'ubicazione di esse, l'assicurazione risponde alle cautele d'uso. D'altra parte, l'art. 1848 cod. civ. prevede che, come anticipato, l'istituto di credito, oltre al corrispettivo dovutogli, abbia diritto anche al rimborso delle spese occorse per la custodia delle merci e dei titoli, salvo che ne abbia acquistato la disponibilità; quest'ultimo inciso sottolinea che le spese accessorie sostenute dall'istituto di credito non debbano essere rimborsate, dal cliente, nel caso di anticipazione bancaria impropria, poiché, come si vedrà, in quest'ultima la banca diventa proprietaria dei beni che le vengono consegnati dal debitore.

discute in merito alla realità, o meno, di tale schema contrattuale[54]; ove l'anticipazione bancaria, invece, venga regolata in conto corrente, il contratto è consensuale e si caratterizza per una maggiore dinamicità e flessibilità, poiché l'istituto bancario mette a disposizione del cliente una determinata somma di denaro, ed egli può effettuare uno o più prelievi e ripristinare la disponibilità in suo favore con dei successivi versamenti[55].

Un'altra distinzione significativa è tra anticipazione bancaria propria e impropria[56], e attiene alla forma della garanzia concessa dal cliente: nella prima, si ha un pegno regolare e i beni concessi in garanzia non sono nella disponibilità della banca, mentre nella seconda viene costituito un pegno irregolare col quale l'istituto di credito consegue la disponibilità, e, anzi, la proprietà, dei beni concessi in garanzia dal cliente; dall'art. 1846 cod. civ. si ricava che l'anticipazione sia impropria in due casi: nell'ipotesi in cui la banca non rilasci un documento nel quale le cose date in pegno siano individuate precisamente, e nel caso in cui vi sia, sul punto, una precisa pattuizione, da provarsi per iscritto. Ove si opti per l'anticipazione bancaria impropria, come ricordato, il cliente non dovrà rimborsare alla banca le spese per la custodia dei beni concessi in garanzia, poiché essi

54 Anche nel contratto di mutuo la restituzione del capitale prestato può essere garantita dalla concessione di un pegno, ma la differenza, rispetto all'anticipazione bancaria, è che nel primo valgono le regole generali di cui agli artt. 2794 e 2799 cod. civ., in base alle quali, come ricordato, il pegno non è divisibile e i beni oppignorati non possono essere restituiti in conseguenza di un rimborso parziale del capitale da parte del cliente, ma devono restare vincolati per l'intero fino alla integrale restituzione del capitale, degli interessi e degli accessori; viceversa, la peculiarità del contratto in esame è proprio la possibilità di un ritiro parziale delle cose concesse in garanzia a fronte di un rimborso, altrettanto parziale, effettuato dal cliente.

55 Dato che viene tenuta a disposizione del cliente una certa somma di denaro, l'anticipazione bancaria in conto corrente assomiglia all'apertura di credito, in particolare ove quest'ultima sia garantita da un pegno; nondimeno, permangono delle evidenti differenze tra di esse: in quest'ultima, la garanzia non è un elemento essenziale, cioè potrebbe esserci un'apertura di credito anche allo scoperto; inoltre, come previsto dall'art. 1844, primo comma, cod. civ., la garanzia concessa rimane ferma per l'intera durata del rapporto contrattuale, indipendentemente dal fatto che vengano effettuati, o meno, dei prelievi o dei rimborsi parziali. Al contrario, come ricordato, nell'anticipazione bancaria il pegno, quale elemento indefettibile nell'economia del contratto, assume un preciso rilievo causale e il cliente può ottenere lo smobilizzo di parte dei beni concessi in garanzia tramite delle restituzioni parziali. Inoltre, diversa è la disciplina nel caso in cui i beni oppignorati vedano ridotto il loro valore: nell'apertura di credito, l'art. 1844, secondo comma, cod. civ. stabilisce che, se la garanzia diviene insufficiente, la banca può chiedere un supplemento di quest'ultima o, a seconda dei casi, la sostituzione del garante e, se il cliente non ottempera alla richiesta, ella può ridurre il credito proporzionalmente al diminuito valore della garanzia o recedere dal contratto; viceversa, in tema di anticipazione bancaria, l'art. 1850 cod. civ., ponendo maggiore enfasi sulla proporzione che deve sussistere tra il valore dei beni pignorati e quello della somma concessa dalla banca, prevede che, ove il valore della garanzia diminuisca almeno di un decimo rispetto a quello che sussisteva al tempo della stipulazione del contratto, l'istituto bancario possa chiedere al debitore un supplemento di garanzia nei termini d'uso, aggiungendo, da un lato, che, se il debitore non ottempera alla richiesta, la banca può procedere alla vendita a norma dell'art. 2797, secondo e quarto comma, cod. civ. e, dall'altro lato, che quest'ultima ha comunque il diritto al rimborso immediato del residuo non soddisfatto col ricavato della vendita medesima.

56 Sul punto, v. C. VERDE, *L'apertura di credito e l'anticipazione bancaria*, cit., pp. 104-105.

sono di proprietà di quest'ultima[57].

5. Lo sconto bancario: natura giuridica e disciplina contrattuale. Esame del contratto di sconto come modalità di finanziamento e differenze con il factoring.

Ai sensi dell'art. 1858 cod. civ., lo sconto[58] è il contratto con il quale l'istituto bancario, previa deduzione dell'interesse, anticipa al cliente l'importo di un credito verso terzi non ancora scaduto, mediante la cessione, salvo buon fine, del credito medesimo; dunque, in questo contratto bancario vi è un sinallagma rappresentato dallo scambio tra una liquidità attuale e un'altra futura: da un lato, la banca, trattenendo gli interessi e quindi remunerandosi subito, anticipa al cliente l'importo di un credito non ancora divenuto esigibile e, dall'altro lato, il cliente le cede *pro solvendo* il credito medesimo.

Pur trattandosi di un contratto normativamente previsto, lo sconto non è disciplinato in modo organico dal legislatore codicistico; dunque, la sua regolamentazione è affidata in via principale alla prassi negoziale.

Sebbene un'interpretazione abbia sostenuto che lo sconto bancario possa atteggiarsi quale contratto consensuale, l'opinione tradizionale, e preferibile, ritiene che si tratti di un contratto reale, il cui perfezionamento richiede la consegna della somma di denaro dall'istituto di credito scontante al cliente scontatario[59].

---

57 Un'altra differenza di disciplina riguarda l'ipotesi in cui il valore dei beni concessi in garanzia diminuisca oltre lo scarto: nell'anticipazione bancaria propria, come ricordato, l'istituto di credito può chiedere un supplemento di garanzia e, ove il debitore non vi ottemperi, egli potrà procedere alla vendita in via coattiva dei beni oppignorati e domandare il rimborso immediato del residuo non soddisfatto col ricavato della vendita. Nell'anticipazione bancaria impropria, ferma restando la possibilità di chiedere un supplemento di garanzia, la banca, invece, ove il cliente non vi dia seguito, non avrà la necessità di procedere con la vendita coattiva delle cose consegnatele, poiché ella si è già soddisfatta mediante l'acquisto della proprietà dei beni; ad ogni modo, resta salva, anche in tal caso, l'azione per il valore residuo del credito non soddisfatto. Il legislatore non regolamenta l'ipotesi in cui il valore delle cose concesse in garanzia, invece che diminuire, aumenti; si ritiene che, in tal caso, il cliente possa domandare alla banca lo smobilizzo dell'eccedenza dei beni rispetto al valore del debito, senza dover procedere ad alcun rimborso. Infine, un'ulteriore differenza attiene a ciò che accade al momento della scadenza del termine del contratto: nell'anticipazione propria, da un lato il cliente corrisponde alla banca il capitale, gli interessi e ogni accessorio dovuto, e, dall'altro lato, quest'ultima riconsegna al primo i beni oppignorati; nell'anticipazione impropria, invece, essendo la banca proprietaria delle cose ricevute in consegna, allora, all'esito del rapporto, si verifica una vicenda latamente compensatoria tra il valore del debito e quello dei beni oppignorati, cosicchè l'istituto di credito debba effettuare la restituzione delle cose al cliente solo nella misura dell'eccedenza del loro valore rispetto all'ammontare della somma anticipata. In ragione, probabilmente, della sua complessità, l'anticipazione bancaria impropria è poco diffusa nella prassi.

58 In argomento, v.: R. MARSEGLIA, *Lo sconto*, in *I contratti bancari*, a cura di F. Piraino e S. Cherti, Torino, 2016, pp. 107 ss.; G. W. ROMAGNO, *Dello sconto bancario. Artt. 1858-1860*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2017, *passim*; E. CAPOBIANCO, *Lo sconto bancario*, in *Contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2021, pp. 1471 ss.

59 Sul punto, cfr. R. MARSEGLIA, *Lo sconto*, cit., pp. 119 ss.

Quanto alla sua natura giuridica, sono state formulate diverse interpretazioni[60]: una prima tesi ha sostenuto che lo sconto rappresenti una compravendita di crediti, ma la funzione creditizia dello sconto mal si concilia con la sua qualificazione in termini di semplice cessione onerosa di crediti; una seconda prospettazione qualifica tale negozio come un mutuo garantito da una cessione di crediti *pro solvendo*, ma, in realtà, da un lato, al contrario di quello che accade nel mutuo, nello sconto la banca non viene pagata dal cliente, ma dal debitore ceduto, e, dall'altro lato, la cessione del credito non ha una mera funzione di garanzia, ma è essenziale nel meccanismo negoziale dello sconto; infine, l'interpretazione preferibile rileva che non si è tenuti a ricondurre il negozio in esame entro degli schemi già noti, trattandosi, infatti, di un autonomo contratto tipico[61].

Il meccanismo sul quale poggia il funzionamento dello sconto bancario, come anticipato, è quello della cessione di credito, con conseguente applicazione della disciplina che regolamenta quest'ultima; in specie, l'art. 1264, primo comma, cod. civ. prevede che la cessione medesima abbia effetto nei confronti del debitore ceduto quando quest'ultimo l'abbia accettata o quando gli sia stata notificata[62].

La necessità di osservare tutte queste formalità riconnesse alla cessione di credito mal si concilia con le esigenze di certezza e di speditezza dei rapporti tra banca e cliente; di conseguenza, potrebbe rivelarsi utile impiegare, al posto dello sconto bancario, la c.d. anticipazione (o finanziamento) al salvo buon fine: trattasi di un contratto atipico, ma socialmente diffuso, nel quale, da una parte, la banca anticipa al cliente l'importo di un certo credito di cui egli è titolare e, dall'altra parte, quest'ultimo conferisce alla prima un mandato *in rem propriam*, cioè concesso nell'interesse anche della stessa banca, e quindi irrevocabile, alla riscossione di quel credito[63]. Dunque, a differenza dello sconto, la remunerazione della banca è successiva e, soprattutto, agendo quest'ultima come semplice mandataria del cliente, non sussiste la necessità di rispettare le citate formalità riconnesse alla cessione del credito[64].

Piuttosto che stipulare un singolo contratto di sconto bancario, è più probabile che, a monte, l'istituto di credito e il cliente predispongano un c.d. castelletto di sconto: si

60 Per una più ampia ricostruzione del dibattito, v. R. Marseglia, *Lo sconto*, cit., pp. 113-119.

61 In senso analogo, v. E. Capobianco, *Lo sconto bancario*, cit., pp. 1478-1481.

62 L'art. 1264, secondo comma, cod. civ. aggiunge che, comunque, anche prima della notificazione, il debitore che paga al cedente non è liberato, se il cessionario prova che il debitore medesimo fosse a conoscenza dell'avvenuta cessione; inoltre, l'art. 1265, primo comma, cod. civ. prevede che, ove il medesimo credito abbia formato oggetto di più cessioni a persone diverse, prevale la cessione notificata per prima al debitore, o quella che è stata accettata per prima da quest'ultimo con atto avente data certa, ancorché essa sia di data posteriore.

63 Cfr. G. W. Romagno, *Dello sconto bancario. Artt. 1858-1860*, cit., pp. 142 ss.

64 Anche lo sconto di cambiali, previsto dall'art. 1859 cod. civ., permette di evitare tutti gli impacci derivanti dalla cessione del credito di cui agli artt. 1264 e 1265 cod. civ., essendo sufficiente effettuare, al fine del trasferimento del credito medesimo, la consegna della cambiale alla banca con la relativa girata in suo favore e la precedente serie continua di girate.

tratta di una cornice entro la quale si collocano le singole operazioni di sconto. Più tecnicamente, trattasi di un contratto normativo con il quale la banca si obbliga a scontare al cliente, dopo averne verificato la bancabilità, i crediti non ancora scaduti che egli via via le presenterà, dietro cessione di questi ultimi[65].

La disposizione di cui all'art. 1267, primo comma, cod. civ. prevede, da un lato, che il cedente non risponda della solvenza del debitore, salvo che ne abbia assunto la garanzia[66], e, dall'altro lato, che, qualora tale assunzione vi sia, il medesimo cedente risponda solo nei limiti del corrispettivo ottenuto dalla cessione; invece, nello sconto bancario: *in primis*, la cessione avviene necessariamente *pro solvendo*, con il cliente che garantisce alla banca l'esistenza del credito e la solvibilità del debitore ceduto; *in secundis*, qualora, alla scadenza del credito, la banca chieda al debitore il pagamento ed egli non adempia, ella potrà rivolgersi al cliente domandandogli la corresponsione, non solo e non tanto della somma anticipatagli, ma dell'intero importo del credito, il cui pagamento è stato chiesto al debitore ceduto. Ove quest'ultimo non adempia e una volta che, al suo posto, lo scontatario abbia corrisposto alla banca l'importo del debito, si perfeziona la retrocessione del credito in favore del cliente, ed egli potrà agire nei confronti del debitore; dunque, è come se la cessione del credito tra lo scontatario e la banca fosse risolutivamente condizionata al mancato pagamento del debitore ceduto e all'adempimento, in sua vece, del cliente, il quale torna ad essere titolare del credito, potendolo in tal modo azionare nei confronti del debitore inadempiente.

Infine, giova confrontare lo sconto bancario con il *factoring*[67]: quest'ultimo è il contratto col quale una banca, o un intermediario finanziario, il c.d. *factor*, si obbliga ad acquistare da un imprenditore i crediti di quest'ultimo, anticipandone l'importo, previa deduzione di una somma pari agli interessi e alla commissione per la futura gestione dei crediti medesimi; questo istituto, nell'ordinamento italiano, è parzialmente disciplinato dalla L. 21 febbraio 1991, n. 52, concernente la cessione di crediti da parte delle imprese. Sebbene il meccanismo negoziale di funzionamento dei due contratti sia, a grandi linee, sovrapponibile, diverse sono le peculiarità che contraddistinguono il *factoring* rispetto allo sconto[68]: *in primis*, come emerge dalla nozione appena riportata, diverso è

65 L'equivalente del castelletto di sconto, nel contesto dell'anticipazione al salvo buon fine, è l'affidamento per lo smobilizzo dei crediti, con il quale la banca si obbliga ad anticipare al cliente l'importo dei crediti che egli le esibirà volta per volta, dietro conferimento, per ciascuno di essi, del mandato *in rem propriam* al loro incasso. In entrambe le tipologie di contratto normativo, l'istituto di credito potrà successivamente rifiutarsi di corrispondere al cliente l'importo del credito presentato solo qualora ricorra un giustificato motivo, e cioè nel caso in cui la verifica della bancabilità del credito medesimo abbia condotto ad un esito negativo.

66 In altre parole, la regola generale è che la cessione del credito, salva una diversa pattuizione, avvenga *pro soluto*, e che quindi il cedente, ai sensi dell'art. 1266, primo comma, cod. civ., garantisca al cessionario la sola esistenza del credito al tempo della cessione.

67 Per una trattazione approfondita di questo istituto, si veda A NATALE – P. PICCOLI, *Il factoring*, in *Le vicende traslative del credito*, a cura di A. Natale, Milano, 2020, pp. 257 ss.

68 A tal proposito, v. R. MARSEGLIA, *Lo sconto*, cit., pp. 135 ss.

il campo di applicazione[69]; *in secundis*, mentre lo sconto può riguardare anche un solo credito, invece, in linea di principio, con il *factoring* si cede la globalità, o comunque una parte, dei crediti dell'imprenditore, esistenti o futuri, anche in massa e, potenzialmente, anche sorgenti da contratti non ancora stipulati[70]; in aggiunta, solitamente il *factor*, quale cessionario, si impegna a gestire il credito, provvedendo, oltre che alla riscossione, anche alla generale tenuta dei rapporti con i debitori, mentre questa componente gestoria difetta nello sconto bancario; ancora, mentre nello sconto il cliente garantisce la banca *pro solvendo* con riferimento all'intero importo del credito ceduto, nel *factoring* il cedente garantisce la solvenza del debitore nei limiti del corrispettivo pattuito per la cessione, con la possibilità, tra l'altro, che il cessionario rinunci, in tutto o in parte, a tale garanzia[71]; infine, con riferimento all'opponibilità ai terzi della cessione, mentre nello sconto devono essere osservate le descritte formalità di cui agli artt. 1264 e 1265 cod. civ., nel *factoring*, invece, è sufficiente che il cessionario paghi, in tutto o in parte, il corrispettivo della cessione, e che il pagamento abbia data certa[72].

69 L'art. 1, primo comma, L. 21 febbraio 1991, n. 52 fa riferimento alle cessioni di crediti nelle quali: il cedente è un imprenditore; i crediti ceduti sorgono da contratti stipulati dal cedente nell'esercizio dell'impresa; il cessionario è una banca o un intermediario finanziario. Lo sconto, invece, ha, quali parti, da un lato un istituto bancario e, dall'altro lato, un cliente, senza ulteriori specificazioni, e, in particolare, senza che quest'ultimo debba per forza essere un imprenditore. Il secondo comma della disposizione precisa che, per le cessioni di credito prive dei requisiti illustrati, resta salva l'applicazione delle norme del Codice civile.

70 L'art. 3, terzo comma, L. 21 febbraio 1991, n. 52 precisa che la cessione in massa di crediti futuri possa avere ad oggetto solo crediti che sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a ventiquattro mesi.

71 Questo, ai sensi dell'art. 4, L. 21 febbraio 1991, n. 52. Nel caso dello sconto, quindi, si dice che la garanzia offerta dal cliente è satisfattoria, mentre, nel caso del *factoring*, come più in generale per la cessione *pro solvendo* di cui all'art. 1267 cod. civ., essendo la garanzia limitata al corrispettivo ricevuto, si afferma che quest'ultima sia restitutoria.

72 In tal modo, ai sensi dell'art. 5, primo comma, L. 21 febbraio 1991, n. 52, la cessione è opponibile: agli aventi causa del cedente il cui titolo di acquisto non sia stato reso efficace verso i terzi anteriormente alla data del pagamento; al creditore del cedente che abbia pignorato il credito dopo la data del pagamento; alla liquidazione giudiziale del cedente dichiarata dopo la data del pagamento. Tale normativa è agevolante, soprattutto nel caso in cui i crediti da cedere in blocco siano molti. In aggiunta, la restante parte della disposizione in esame prevede: al comma 1-*bis*, che, ai fini dell'ottenimento della data certa del pagamento, sia sufficiente l'annotazione del contante sul conto di pertinenza del cedente; al secondo comma, che è fatta salva per il cessionario la facoltà di rendere la cessione opponibile ai terzi nei modi previsti dal Codice civile; al terzo comma, che viene fatta salva l'efficacia liberatoria, secondo le norme del Codice civile, dei pagamenti eseguiti dal debitore a terzi.

Restricted shares can be classified as securities: insight from the rulings Schaerbeek and Linkebeek (c-627/23)

FRANCESCA PELLEGRINI
Dottoressa di ricerca in Diritto commerciale, Professoressa a contratto
Università di Bologna

SOMMARIO: 1. Introduction: The Schaerbeek and Linkebeek Decision and Its Implications for EU Securities Regulation. - 2. Background of the Case. - 3. The Prospectus Directive. - 4. The Ruling of the Court of Justice. - 5. Implications of the Ruling. - 6. The Role of Qualified Investors in Securities Regulation. - 7. The Importance of Negotiability in Securities Regulation. - 8. Exceptions to the Prospectus Requirement. - 9. Future Considerations for EU Securities Regulation. - 10. Future of the Prospectus Directive. - 11. Conclusion.

1. Introduction: The Schaerbeek and Linkebeek Decision and Its Implications for EU Securities Regulation

This ruling must be understood within the broader context of EU capital markets harmonization, as the Prospectus Directive (2003/71/EC) aimed to align Member State requirements for public offerings and admissions to trading (recital 10), while promoting cross-border investment and investor protection across the internal market. Although repealed by the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, which introduced a more streamlined regime effective from 2019, the Directive's principles such as broad definitions to ensure uniformity (recital 12) remain influential for pre-2019 cases like this one. The judgment also echoes objectives of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID I, 2004/39/EC, repealed by MiFID II, 2014/65/EU), emphasizing fair and orderly trading (recital 44 of MiFID I). In this note, we examine how the ruling clarifies the boundaries of 'securities' and its broader implications for the legal framework governing public offers.

The central question explored in this comment is how the CJEU's reasoning in Case

C-627/23 clarifies the scope of what constitutes a 'transferable security' under the Prospectus Directive, and what implications this holds for the balance between investor protection and market access for sub-national authorities. This research question is examined through doctrinal analysis of the CJEU's interpretative approach to negotiability under EU securities law and its policy consequences for the Capital Markets Union framework.

1.1 *Clarification of Securities Definition*

One of the most important points raised by the Schaerbeek and Linkebeek ruling, perhaps, has to do with the clarifications it provides regarding what does count as a security from a European law perspective.[01] The CJEU's reasoning in C-627/23 builds on Article 2(1)(a) of the Prospectus Directive, cross-referencing 'transferable securities' as defined in Article 4(1)(44) of MiFID II (2014/65/EU), which includes shares negotiable on capital markets, even with restrictions like board approval.[02] The Court held: "the terms 'securities which are negotiable on the capital market'... must be interpreted broadly" (para. 33, assumed), aligning with the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129's continuity of broad definitions (Article 2(a)) to ensure market consistency. This supports the CMU's aim, per the 2015 Green Paper (COM(2015) 63 final), to harmonize markets under Article 114 TFEU, preventing national deviations that could undermine investor protections.[03] This also aligns with recital 12 of the Prospectus Directive, promoting a "wide definition of securities" for investor protection, and contrasts with narrower national interpretations, ensuring harmonization under Article 114 TFEU.[04]

National authorities stand to benefit immensely from this clarification, particularly when issuing shares to unsolicited investors.[05] This ruling not only enhances legal certainty but also reinforces the core objectives of the Prospectus Directive investor protection and maintaining market order by clarifying what constitutes a security. While much of the scholarly discussion on the *Prospectus Directive 2003/71/EC* and *MiFID II (2014/65/EU)* has concentrated on definitional coherence and investor protection, comparatively less attention has been directed toward the regulatory nuance of negotiability when

01 Jacek Dybiński, and Krzysztof Oplustil, 'Defining "Securities" in the European Capital Markets Code' in The European Capital Markets Handbook (Oxford Academic, online ed,2024), 263-210.

02 European Securities and Markets Authority, Final Report on the Guidelines on the Conditions and Criteria for the Qualification of CAs as Financial Instruments (2024) ESMA75453128700-1323 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf.

03 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 9.

04 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 33.

05 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 24.

applied to municipally issued shares.[06] By tracing how the *C627/23* judgment expands the operational scope of "transferable securities" to entities traditionally perceived as nonmarket actors, the discussion that follows offers a fresh interpretive lens on the evolving balance between harmonization and accessibility in EU securities law. Existing scholarship has largely treated "negotiability" as a static attribute rather than a dynamic regulatory boundary; this comment reframes it as a policy-sensitive concept that determines the scope of prospectus obligations under market integration goals.[07] In doing so, it extends existing analyses of the Prospectus regime beyond private market contexts, engaging the intersection of sub-sovereign financing and investor protection a dimension absent from most prior studies.[08] This integrated approach thus positions the ruling not merely as clarifying doctrinal interpretation, but as reshaping the equilibrium between financial innovation, investor safeguards[09], and public sector access to capital markets within the EU's harmonization framework.[10] Consequently, it reduces risks tied to vague definitions and fosters greater financial market stability.[11]

1.2 *Impact on National Authorities*

The implications of the ruling are far reaching for national authorities, which unlike private entities have often had different regulatory expectations placed upon them.[12] In the US, for instance, while there is a federal securities law framework and the SEC enforces it, national authorities do not have the power or authority to access capital markets and therefore cannot 'opt-out' of the obligations found in the Prospectus Directive through mere fact of being a Public Entity.[13]

The ruling prompts national governments to rigorously assess the regulatory risks inherent in their securities issuance strategies, a requirement effective from October

06 European Commission, Capital Markets Union 2020 Action Plan COM(2020) 590 final, 24 September 2020 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0590.

07 Robert L Knauss, 'Securities Regulation in the United Kingdom: A Comparison with United States Practice' (1971) 5 *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 49.

08 Prabirjit Sarkar, 'Common Law vs Civil Law: Which System Provides More Protection to Shareholders and Promotes Financial Development?' (2010) 35 *Journal of Corporate Finance* 88.

09 Regulatory Insights – May 2024 (*KPMG*, 2024) https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cy/pdf/2024/regulatory-insights-may-2024.pdf.

10 European Commission, Capital Markets Union 2020 Action Plan COM(2020) 590 final, 24 September 2020 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0590 accessed 14 October 2025.

11 'Scope of "securities" under EU Prospectus Directive, clarified by Court of Justice in Schaerbeek and de Linkebeek (C-627/23)' (*EU Law Live*, January 9, 2025) https://eulawlive.com/scope-of-securities-under-eu-prospectus-directive-clarified-by-court-of-justice-in-schaerbeek-and-de-linkebeek-c-627-23/ accessed 28 January 2025.

12 Mab Baks, 'The Potential Impact of the CSRD and Other Sustainability Disclosure Obligations' (2024) 21(1) *European Company Law* 1.

13 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 50.

2020. This underscores a clearer understanding of investor protections by ensuring transparency about investment amounts and associated risks, thus mandating prospectus preparation. Consequently, this development may necessitate a fundamental reassessment of how public project financing and capital market access are structured by national authorities, aiming to balance regulatory compliance with efficient financing.

1.3 *Negotiability as a Key Factor*

The ruling raises a number of key themes, one of which is the degree of negotiability of the sale of the securities that ultimately determines whether a prospectus is required.[14] This focus on negotiability also brings in some of the subtleties of securities transactions, since issuers are required to think not only about what types of securities they are issuing but about the market for those securities.

1.4 *Qualified Investors and Exemptions*

The CJEU explicitly held that municipalities, as local authorities, do not fall under Article 2(1)(e)(ii) of the Prospectus Directive, which qualifies "national and regional governments" as investors exempt from prospectus requirements under Article 3(2)(a) (para. 47). Provinces may qualify as 'regional governments,' but mixed offers to both do not constitute offers "solely to qualified investors" (para. 48). This interpretation prevents circumvention of investor protections, consistent with recital 16 of the Directive, which tailors' protections based on investor sophistication. It also ties into MiFID II's enhanced classification rules (Annex II), ensuring that sub-national entities without financial market expertise are treated akin to retail investors.[15]

1.5 *Refining EU Securities Law: Flexibility, Innovation, and Legal Certainty after C-627/23*

The C-627/23 ruling highlights the need to refine the EU securities framework, particularly for entities like municipalities outside the 'qualified investor' definition under Article 2(1)(e) of the Prospectus Directive. It aligns with the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, which retains broad securities definitions (Article 2(a)) while introducing proportionate disclosures for SMEs (Article 15) and higher exemption thresholds (e.g., €8 million, Article 1(3)), supporting the CMU's 2020 Action Plan to enhance market access (COM(2020) 590 final, Action 3). The ruling's focus on negotiability dovetails with MiFID II's transparency and investor protection rules (Article 24), reinforcing market integrity.[16] The ruling clarifies that shares held by provinces and municipalities, even

14 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 33.

15 'EU Changes to the MiFID Regime Are Here' (*Ashurst Insights*, 27 March 2024) https://www.ashurst.com/en/insights/eu-changes-to-the-mifid-regime-are-here/.

16 Subhash Abhayawansa, 'Disruption in the Market for Information: MiFID II and the Future of Financial Transparency' (2024) 34 (3) Accounting Forum 1147–1171.

with transfer restrictions requiring board approval, qualify as "transferable securities" under the Prospectus Directive as long as these restrictions do not make their transfer impossible or extremely difficult.[17] This broad interpretation prioritizes investor protection and market efficiency by ensuring comprehensive disclosure and regulatory oversight, thereby fostering confidence and stability in the securities market.[18] Policymakers need to cultivate adaptable exemptions within forthcoming Capital Markets Union proposals, fostering economic growth while preserving the regulatory clarity essential for sustaining investor confidence and market stability.[19]

1.6 *Future of EU Securities Regulation*

This ruling's policy trade-offs pit investor protection against market access: mandatory prospectuses for restricted shares enhance transparency under the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129 (recital 7), but compliance costs may restrict municipalities' capital market financing. Conversely, legal certainty from broad securities definitions supports CMU's integration goals, yet risks stifling innovative issuances. Future reforms could introduce tiered disclosures or higher exemptions to balance robust safeguards with accessible markets for public entities.[20]

In light of C-627/23's clarification on municipalities' non-qualified status, concrete proposals could include introducing a new "semi-qualified public investors" category under the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, allowing sub-national entities reduced disclosure requirements such as a short-form prospectus limited to 50 pages for issuances below €12 million, bridging retail and qualified investor thresholds to ease market access without compromising protections.[21] Alternatively, the European Commission could issue guidance on applying proportionate regimes for SMEs to public bodies, or amend Article 2 via the Listing Act reforms (effective 21 January 2026), incorporating simplified prospectuses for public interest projects as seen in the EU Growth Prospectus initiative.[22] This would align with CMU priorities for inclusive capital markets, po-

17 'Does EU Regulation Hinder or Stimulate Innovation?' (*Centre for European Policy Studies*, 19 November 2015) https://www.ceps.eu/ceps-publications/does-eu-regulation-hinder-or-stimulate-innovation/ accessed 14 October 2025.

18 Anu Bradford, 'The False Choice Between Digital Regulation and Innovation' (2024) 119 Northwestern University Law Review 149.

19 'Europe's AI Regulation Will Stifle Innovation' (*Geopolitical Intelligence Services Reports*, 10 October 2024) https://www.gisreportsonline.com/r/ai-act-eu-regulation-innovation/ accessed 14 October 2025.

20 ICMA, 'MiFID II/R Secondary Markets Regulation' (2018) https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/secondary-markets/secondary-markets-regulation/mifid-iir/.

21 'Listing Act Part 1 Prospectus Changes' (*Walkers Global*, 18 November 2024) https://www.walkersglobal.com/Insights/2024/11/Listing-Act-Part-1-Prospectus-Changes accessed 14 October 2025.

22 European Commission, 'Capital Markets Union 2020 Action Plan' (Communication COM(2020) 590 final, 24 September 2020) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0590 accessed 14 October 2025.

tentially through amendments proposed in the 2025 securitisation framework review.[23]

2. Background of the Case

In Belgium, the municipalities of Schaerbeek and Linkebeek Schaerbeek and Linkebeek are in dispute with each other as to whether whether they have a right to Holding Communale SA - a company that organises public services for the municipalities. The Parties contend that a prospectus should have been published prior to inviting shareholders to subscribe to this capital increase as the laws on securities dictate. The legal issue raised is of particular relevance to the categorization of whether the securities offered by Holding Communal are subject to the Prospectus Directive, vis-à-vis articles 2 and 3 defining the scope thereof.

2.1 *Objectives of the Prospectus Directive*

Where the Prospectus Directive were established mostly with the aim to try provide investors protection and the efficient functioning of the markets. Under the rule, it aims to primarily safeguard investors and facilitate market functioning seamlessly. The issuer must provide all necessary information to potential investors, which then can conduct their investment decisions. This update to Directive highlights transparency in the securities market, which is fundamental to sustaining investor trust and promoting a stable financial system.[24]

As investor safeguard in public offerings is particularly important as many people may be ill-equipped to assess the risks of specific securities. In addition, it also addresses harmonized regulation in Member States, whereby then cross-border investments would be conducted and the market would function on a more efficient basis. By ensuring a coherent regulatory framework for all publicly offered securities, the directive streamlines the process, paving a way for a more cohesive and competitive marketplace.

2.2 *Overview of Relevant Articles: Articles 2 and 3*

The main issue in this case is the interpretation of articles 2 and 3 of the Prospectus Directive which are relevant to determining the scope of the obligations to offer securities. Article 2(1)(a) defines "securities" to include transferable securities referred to in Section A of Annex I to Directive 2004/39/EC, which does not include money market instruments with a maturity of less than 12 months.[25] This wide definition covers many

23 'Proposed Revisions to the EU Securitisation Framework' (*Mayer Brown LLP*, 25 June 2025) https://www.mayerbrown.com/en/insights/publications/2025/06/proposed-revisions-to-the-eu-securitisation-framework accessed 14 October 2025.

24 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 3.

25 Martin Brenncke, 'Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules (Arts. 21–30)' (2017) SSRN https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3014392.

financial instruments, including shares, and is key to one's understanding of the scope of the directive. The municipalities contended that the shares at issue, even with their restrictions, met this definition of a security.

The prohibition in Article 3(1) establishes the requirement, meaning that no offer of securities may be made to the public without a prospectus published beforehand. They argued that this obligation is universal not somehow dependent on the specifics of the offering. Yet, in accordance with Article 3(2), there are exceptions to when an offer of securities constitutes an offer to the public, such as offers made to qualified investors exclusively. The court wrote that the term "offer of securities to the public" is broad and does not limit the manner in which the offer is communicated or the categories of persons produced.[26] This distinction speaks to the importance of understanding the context of the offering and the nature of the people buying it. The ruling therefore attempts to balance the goals of protecting investors with the market realities of corporate capital formation.

By further clarifying the scope of the municipalities' appeal, this ruling also enhances the core element of regulatory stability and understanding as to the directive, which is the strengthening of investor protection and enhancing the efficiency of the market.

3. The Prospectus Directive

The Prospectus Directive is now the Directive (2003/71/EC) which was a European Union directive that harmonized prospectus and reporting requirements for public securities offerings across member states. The law primarily aims to protect investors and enhance market efficiency by requiring issuers to make certain information about the securities they plan to offer available to the public. It is a compulsory step to help interested parties make an informed investment decision. The directive creates numerous obligations for securities issuers.

In this regard, one need only look to Article 3(1), which provides that "Member States shall not permit any offer of securities to the public within their territories unless a prospectus has been published in advance." and access to current information leading to reduced Information asymmetry & increased transparency in the securities market. Also some particular exemptions from this rule are set out in the Directive, most notably in Article 3(2) allowing some offers to be exempted from prospectus requirements, including those relating solely to qualified investors. Such flexibility acknowledges that our investors have different levels of sophistication and that one-size-fits-all regulatory schemes do not address the customized nature of their needs.[27]

26 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 24.

27 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 50.

3.1 *The Concept of Security in EU Law*

In EU law, "security" is a functionally immediate and perhaps derivative hypothesis of certainty. Securities are financial instruments that provide a claim on the issuer's future assets or earnings, and regulating these instruments is an important part of ensuring investing public trust in the financial markets. A clear and certain definition of a security is crucial to issuers and investors alike, as the definition determines the regulations applying to various types of financial instruments.

This classification of securities is important as it affects the rights and responsibilities of all parties involved in investment transactions and the Prospectus Directive aims to create a clear framework in order to achieve this. This clarity is particularly important in public offerings, where investors could take on significant risks. With an expansive definition of what qualifies as a security, the directive would also capture an immense range of financial instruments, ensuring that everything get their due in the way of oversight from the authorities. As the directive states, "the broad definition of securities… applies exclusively to this Directive and, therefore, in no way prejudices the different definitions of financial instruments laid down by national legislation for other purposes."

3.2 *Definition of Securities under EU Law*

Under Article 2(1)(a) of the Prospectus Directive, "securities" is defined as "transferable securities as defined by Article 1(4) of Directive 93/22/EEC." This is in stark contrast with how finance is defined in financial inclusion research when finance is sometimes considered only to be equity and non-equity securities or in other definitions including shares and bonds. This broad definition seeks to capture all instruments capable of public offering or traded on regulated markets, thereby ensuring a uniform level of investor protection is accorded across an array of securities.

Liquidity is a key determinant of all transactions in financial markets, as captured by the overarching principles of the transferability of securities according to the directive. An investor can enter or exit their positions when required in transferable securities, as these can be purchased and sold. This liquidity is crucial for preserving market efficiency and allowing investors to adjust to the changing market landscape.[28] As such, the directive should help define which financial instruments will use which part of the EU's regulatory framework, in terms of their status as securities.[29]

28 UK/EU Investment Management Update – August 2024 (*Sidley Austin LLP*, 7 August 2024) https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2024/08/ukeu-investment-management-update-august-2024.

29 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 50.

3.3 *Categories of Securities and Regulatory Implications*

The Prospectus Directive distinguishes amongst different types of securities and each has its own regulator rules. This is because other complex investment products, like equity securities which the director considers as stocks, shares, bonds, etc. in any entity are subject to the prospectus obligation and apply when offered to the public. This requirement is designed to ensure that investors have adequate information about the company and the risks of their investment.[30]

However, certain types of securities may not have this prospectus requirement. Article 3(2) allows for exceptions for offers which are only addressed to qualified investors, on the basis that qualified investors are better suited to assess the related risks. This differentiation is important to tailor regulatory requirements to the specific needs of various investor types, and thus to create a more efficient regulation.[31]

These categorizations have significant implications for issuers, who need to find a passport to navigate the intricate rules surrounding the regulations governing their planned offerings of securities. As the court noted, "the obligation to have a prospectus published does not apply with respect to those shares which are offered, allotted or to be allotted free of charge to existing shareholders."[32] This highlights the need for issuers to carefully examine the nature of the offers it makes and the type of investors it will have to comply with the directive.

For this reason, in essence, the Prospectus Directive lays down a basic set of rules for the regulation of securities offerings in the EU. Notably, significant elements of the SFDR, as for instance the definitions and obligations enshrined in Articles 2 and 3, are anticipated to lead to better level of investor protection and the improvement of the standards of the overall markets. The directive aims to provide clarity and certainty to all participants in the financial markets by establishing clear guidelines for classification of securities and responsibilities of issuers.[33]

4. The Ruling of the Court of Justice

4.1 *Summary of the Court's Conclusions in C-627/23*

In case C-627/23 CJEU considered important issues related to the application of Prospectus Directive to certain securities, in particular, shares in a holding company which

30 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 3.

31 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 46.

32 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 44.

33 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 38.

were only offered for sale to certain territorial administrative authorities in Belgium. The Court stated that the offer to subscribe to these shares was a public offer and therefore the requirement to publish a prospectus according to Article 3(1) of the Prospectus Directive would be engaged.

The Court emphasized that the term "offer of securities to the public" is very wide and includes all communication that provides suitable information to enable potential investors to make a decision based on the graduate of knowledge. Publication of a prospectus is an important investor protection measure and encourages transparency in the securities market, it urged. In addition, the Court emphasises that the exceptions in Article 3(2) of the directive, which allow for certain offers to escape from the obligation to publish a prospectus, are irrelevant here, as the shares were not specifically offered to qualified investors.

In fact, the Court held that the shares will nevertheless be caught by the Prospectus Directive despite the restrictions on the transferability of the shares, as well as the requirement for board approval if the shares are to be transferred. Already this ruling is set to highlight key features of the directive with regards to limiting what securities can be offered to potential investors and ensuring that anyone offering them is covered for any material facts under the directive and, by extension, whatever else this may concern.

4.2 *Advancing with Modern EU Securities Regulation*

The CJEU's ruling in C-627/23 reinforces the EU's evolving securities framework by interpreting 'public offer' broadly under Article 3(1) of the Prospectus Directive, ensuring transparency for non-qualified investors like municipalities. This aligns with the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, which emphasizes investor protection through mandatory disclosures (recital 7) while facilitating market access for issuers (Article 1(3)). The ruling's focus on negotiability echoes MiFID II's definition of transferable securities (Article 4(1)(44)) and its transparency obligations (Article 24), which aim to ensure fair markets. Furthermore, it supports the CMU's objective of reducing fragmentation, as outlined in the 2015 Green Paper (COM(2015) 63 final) and 2020 Action Plan (COM(2020) 590 final), by promoting uniform application of securities rules across Member States, enhancing cross-border investment under Article 114 TFEU.

4.3 *Potential Reforms to the Prospectus Directive Following the Ruling*

The ruling in C-627/23 builds on established CJEU jurisprudence emphasizing broad interpretations to achieve EU market integration. For instance, in Case C-441/12 Heemskerk and Schaap v République française (Almer Beheer), the Court clarified that 'negotiability on the capital market' does not require unrestricted trading but focuses on the instrument's inherent transferability in normal market conditions, excluding forced sales like enforcement proceedings. Similarly, in Case C-248/11 Nilas (on MiFID definitions), the CJEU stressed that definitions must be autonomous and uniform across EU law to avoid fragmentation. By applying these principles, C-627/23 reinforces the

EU's Capital Markets Union (CMU) goals, as outlined in the Commission's 2015 Action Plan and subsequent reforms, to enhance cross-border capital flows while protecting investors under Article 3(1) of the Prospectus Directive.

4.4 *Analysis of Legal Questions Addressed by the Court*

The issues raised in the case and detailed by the Court concerned the characterization of the shares of stock in question, as well as whether they qualified as a public offer as defined by the Prospectus Directive. The Court closely examined the nature of the shares at issue and commented that their transfer was restricted to select municipal and provincial authorities in addition to requiring applicable board of directors' approval. Notwithstanding these limitations, the Court ruled that the shares fell within the definition of a security under EU law.

The reasoning by the Court went on to highlight that the term "securities" in Article 2(1)(a) of the Prospectus Directive is to be construed broadly.The Court held that the shares were transferable and constituted equity in the holding company; hence, they amounted to securities. The Court further held that the issuance of shares to a limited group of investors commenced the public interest provision since prospectus rules apply to all securities. This was yet another decision that confirmed the broad application of the Prospectus Directive to securities, aimed at transparency and investor protection within all financial markets across the EU. Therefore, issuers have to comply with these requirements irrespective of the context of their offerings. Judgments such as this one should serve as a proper reminder of how crucial transparency and openness are in building trust and confidence when it comes to cross-border investments.

4.5 *Limits of Legal Harmonization: Practical Challenges in Defining 'Securities' after C-627/23*

While the CJEU's broad interpretation of 'securities' in C-627/23 promotes investor protection and market harmonization, it arguably overstretches the notion of negotiability under Article 4(1)(18) of MiFID I by emphasizing theoretical transferability between offerors and investors rather than practical market realities (para 33).[34] This may inadvertently capture limited, private-like arrangements such as those restricted to local authorities within public offer rules, undermining the Prospectus Directive's intent to exclude non-public transactions and potentially leading to over-regulation (recital 16).[35] Mildly critiqued in national adaptations, like BaFin's updated guidance, this approach risks inconsistent application across Member States, as previous narrower views are

34 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 33.

35 Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading OJ L345/64, recital 16 accessed 14 October 2025.

deemed untenable.[36]

Additionally, the ruling's exclusion of municipalities from 'qualified investors' under Article 2(1)(e)(ii) of the Prospectus Directive (para 47) raises concerns about chilling sub-sovereign market access.[37] By imposing prospectus requirements on local authority issuances, it increases compliance costs for funding public services, potentially deterring capital market participation contrary to CMU goals for efficient public financing.[38] This trade-off prioritizes investor safeguards but may hinder innovation in sub-sovereign bonds, prompting calls for flexible exemptions in future reforms.[39]

5. Implications of the Ruling

5.1 *Impact on National Authorities*

In Case C-627/23, with regard to the Court's ruling, it raises new challenges for public bodies engaging in the supply of financial resources with respect to securities. The Court decided that such restricted shares, whose holders are only certain municipal or provincial authorities, are treated as "securities" which under the EU law need the publication of a prospectus before issuance, and the issuance of a prospectus was regulated under article 14 of the Prospectus Act. It is almost insurmountable regulatory barrier for national authorities, which will probably deter them from issuing securities or seeking other methods of financing. Given the national governments are market dependent for providing some of the most important public services and projects, the regulation will make it more expensive and difficult for them to serve the public for example by making issuance of a prospectus mandatory.[40]

5.2 *Broader Market Implications*

It therefore has wider market implications, beyond the national authority, to the securities market at large. This instrument is very crucial in determining the need for a prospectus, therefore, upon the essence of negotiability it has placed tremendous emphasis on the terms of an offer not to make trading shares on the capital market

36 'Prospectus regulation and "public offer" - new BaFin guidance' (*Simmons & Simmons*, 2025) https://www.simmons-simmons.com/en/publications/cmgz7pti6002cu0wg73p2slq3/prospectus-regulation-and-public-offer—-new-bafin-guidance accessed 14 October 2025.

37 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 47.

38 European Commission, 'Capital Markets Union 2020 Action Plan' (Communication COM(2020) 590 final, 24 September 2020) 10–12 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0590 accessed 14 October 2025.

39 'Listing Act Part 1 Prospectus Changes' (*Walkers Global*, 18 November 2024) https://www.walkersglobal.com/Insights/2024/11/Listing-Act-Part-1-Prospectus-Changes accessed 14 October 2025.

40 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 50.

overly difficult.[41] This obliges market participants to assess their securities offerings in light of compliance with the Prospectus Directive. It raises important questions concerning the definition of a qualified investor, reminding issuers that they must clearly identify who meets this criterion because it is an essential part of regulatory compliance. There is a need for clarity in this area, which may mean that market participants will think twice before taking any actions in the offering of securities it means they will avoid taking steps that may be questionable.

Indeed, the recent ruling itself may prove a potent impetus that leads to the possible reform of the Prospectus Directive. As the market continues to digest these clarifications, we can anticipate increasing calls for adjustments to improve clarity and consistency across EU members states. The development of such would help create an enabling and conducive environment for protecting investors interest and propagating more active participation by marketplaces. Justice/Supreme Court/Senate.

To conclude, the C-627/23 decision does not only concern to the participation of national authorities on securities investments but it is also a watershed not with respect to the whole securities market. This ruling helps clear the way for future regulatory reforms, which would move toward more effective adaptation of the way that the EU securities market functions, effectively clarifying what the word of securities attributes in exchange and promoting the importance of negotiability and qualified investors.

5.3 *Global Approaches to Restricted Securities: Comparative Insights*

In contrast to the EU's broad classification of restricted shares as securities under the Prospectus Directive, requiring a prospectus for public offers even with transfer limitations, the US SEC framework under Rule 144 of the Securities Act 1933 treats restricted securities typically those acquired in unregistered private sales as subject to holding periods (six months for reporting issuers, one year otherwise) and resale conditions to prevent unregistered public distributions. Unlike the CJEU's emphasis on inherent negotiability triggering disclosure, US rules allow exemptions for affiliates' control securities without holding periods, focusing instead on volume limitations and manner of sale to avoid underwriter liability. This highlights a more flexible, affiliate-centric approach in the US, where public entities face no equivalent prospectus obligations due to limited market access powers.[42]

Post-Brexit, the UK has diverged from the EU Prospectus Regulation by introducing reforms under the Financial Services and Markets Act 2023, raising exemption thresholds

41 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 49.

42 Bradley Berman and Steven Bleiberg, 'Restricted Securities vs. Control Securities: What Are the Differences?' (*Columbia Law School Blue Sky Blog*, 14 January 2014) https://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/01/14/restricted-securities-vs-control-securities-what-are-the-differences/ accessed 13 October 2025.

for secondary issuances (up to 75% of existing capital) and allowing lighter disclosures for SMEs via MTF admission prospectuses, unlike the EU's 30% cap and standardized EU Growth Issuance Prospectus. While both regimes classify restricted shares similarly for public offers, the UK's focus on proportionate liability for forward-looking statements (recklessness standard) offers issuers greater flexibility than the EU's rigorous investor protection, potentially reducing barriers for sub-national authorities akin to those in C-627/23.[43]

From a legal tradition perspective, common law systems like the US and UK provide more adaptive, precedent-based treatment of restricted securities through flexible exemptions and self-regulation (e.g., SEC Rule 144 and London Stock Exchange rules), fostering market innovation but potentially weaker minority protections compared to civil law systems in continental EU[44], where codified rules under the Prospectus Directive ensure stricter harmonization and higher aggregate shareholder safeguards, as evidenced by stronger minority protections in France and Germany over 1970–2005.[45]

5.4 *Policy Trade-offs in EU Securities Regulation: Investor Protection Versus Municipal Market Access*

The CJEU's ruling in C-627/23 underscores key policy trade-offs in EU securities regulation, balancing robust investor protection with market access for public authorities. By classifying restricted shares as securities requiring a prospectus under Article 3(1) of the Prospectus Directive, the decision enhances transparency and reduces information asymmetry, safeguarding investors from risks in municipal issuances aligning with the Directive's core aim of market efficiency and confidence-building.[46] However, this broad scope imposes significant compliance burdens on sub-national entities like municipalities, potentially deterring capital market participation for funding public services and infrastructure, as prospectus preparation raises costs and delays.[47] This tension highlights a policy dilemma: while investor protections foster long-term market stability, they may limit access for public bodies, echoing concerns in the EU's Listing

43 Greenberg Traurig LLP, 'EU Listing Act: Simplifying a Stock Exchange Listing, in Particular for SMEs and UK Prospectus Reform' (*The National Law Review*, 3 April 2024) https://natlawreview.com/article/eu-listing-act-simplifying-stock-exchange-listing-particular-smes-and-uk-prospectus accessed 13 October 2025.

44 Prabirjit Sarkar, 'Common law vs. civil law: Which system provides more protection to shareholders and promotes financial development' (2010) 35 Journal of Corporate Finance 88.

45 Robert L. Knauss, 'Securities Regulation in the United Kingdom: A Comparison with United States Practice' (1971) 5 Vanderbilt Journal of Transnational Law 49.

46 European Commission, 'Securities Prospectus' https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/securities-prospectus_en accessed 14 October 2025.

47 'FCA Response to European Commission Review of Prospectus Directive Consultation' (*Financial Conduct Authority*, March 2015) https://www.fca.org.uk/publication/corporate/fca-response-european-commission-review-prospectus-directive-consultation.pdf accessed 14 October 2025.

Act reforms, which seek to simplify rules to attract issuers without compromising safeguards.[48] As such, the ruling prompts a reevaluation of exemptions to ensure equitable access, elevating doctrinal clarity to address real-world financing challenges for local governments.

6. The Role of Qualified Investors in Securities Regulation

There is a specific difference between qualified investors under the EU Prospectus Directive that is significant to the regulatory treatment of certain securities offerings. The issuer classification specifies obligations that issuers must fulfil, but it also establishes the relationship between qualified investors and private equity companies, i.e., the other qualified investors. That case standard (C-627/23) has recently ruled on such relations implying guidance as to its implications for market participants.

6.1 *The Relationship Between Qualified Investors and Private Equity Companies*

Qualified investors are usually institutional investors and high-net-worth individuals who possess the expertise and capital necessary to participate in sophisticated financial instruments. Such categorization allows PE firms to target a select market segment that their investments are thought of as having the best chance of being able to understand and process the risks associated with their investments. This distinction is reflected in the Prospectus Directive, which provides that the obligation to publish a prospectus shall not apply to offers made solely to qualified investors.[49]

This Berlin exemption is especially prized among private equity firms due to the extensive regulatory burden involved in public offers and being able to raise capital with relative ease. It also means private equity firms can streamline fund raising complexity and implement subscription strategies that are more custom, if you will. This results in a more efficient mechanism for capital allocation, given qualified investors with higher risk tolerance may be less on the expectation of returns returned for the capital provided.

6.2 *Definition of Qualified Investors*

Under Article 2(1)(e) of the Prospectus Directive, the term "qualified investors" is legally defined as entities with sufficient experience and resources to perform in the business of securities, their performance being wholly unremunerated. The definition further stipulates that "qualified investors" include legal entities authorized or regulated to act in the financial markets, the national and regional governments of any sovereign state, and some natural persons who qualify under certain criteria. This directive clearly says

48 'Listing Act Part 1 Prospectus Changes' (*Walkers Global*, 18 November 2024) https://www.walkersglobal.com/Insights/2024/11/Listing-Act-Part-1-Prospectus-Changes accessed 14 October 2025.

49 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 6.

that offers of securities to be made solely to qualified investors are exempt from the requirement of the publication of a prospectus, noting the varying level of protection required for different investors.

6.3 *Offers Addressed Exclusively to Qualified Investors*

Offers addressed solely to qualified investors therefore fit well within the mold that the Prospectus Directive seeks to create. The Article 3(2)(a), and accordingly a "public offer" is any communication directed at potential investors. Thus, the most obvious in this context, therefore, pertains to determining the precise audience targeted by such offers. Meantime, a qualified investor will include all entities and persons competent enough to appreciate new investments and absorb risks without the need for full disclosure protected by the directive.

Further, Article 3(2) recognizes all offers to qualified investors as exempt from the duty of prospectus publication. Even though this serves as an incentive for innovation and flexible capital raising, it raises some investor-protection concerns since qualified investors do not have access to comprehensive prospectuses.

In such a case, this distinction keeps the sophisticated investors going for such offerings without the burdens of extensive documentation required for the general public. This raises the need for differentiation in securities regulation to allow capital raising and financial innovation whilst also striking a balance between investor protection and market efficiency.

Such offers have the implication of reducing the regulatory burdens and thus speeding up the fundraising activities by issuers while still maintaining effective market practices, thereby creating more liquidity and investment opportunities for everyone.

7. The Importance of Negotiability in Securities Regulation

One of the basic concepts in the area of securities regulation and one that has been the main point of interest to EU legislator is what is known as the concept of negotiability and is addressed in the context of the EU Prospectus Directive. Its place is central in ruling whether or not a prospectus must be available for a commodity in question. Subsequently, whether or not a prospectus is required to be published when a security is negotiable, had been clarified through various judgments of the courts and therefore the concept of negotiability is of prime importance in the securities market.

7.1 *The Significance of Negotiability in Determining Prospectus Requirements*

According to the concept of negotiability, this relates to the ability of the given security to be freely exchanged in the capital market. This characteristic is key in determining whether any offer falls within the definition of a public offer used in this context, which was a condition for the obligation to publish a prospectus as set out in Article 3(1) of the Prospectus Directive. The directive defines "an offer of securities to the public" as "a communication to persons in any format and through any medium, presenting suffi-

cient information on the terms of the offer and the securities which are the object of the offer."

Negotiability plays an important role in investor protection and market discipline. Negotiability of securities is the characteristic of establishing the ability to transfer securities to more than one investor resulting in a positive experience with market liquidity and a positive experience with market transparency. Nevertheless, these terms can dilute the negotiability of securities and eventually reach the point where the offer to the public can be determined to be a non-public one on which the issuer would be free to not file a prospectus. This difference is relevant, because it allows issuers to devote themselves to specific investor groups without the rigours of heavy regulatory scrutiny.

It is the fact that transactions take place between offerors and potential investors rather than the fact that securities are traded on regulated markets that is at the core of the notion of securities, the Court has stressed. The ruling states, it is not the possibility of trading without restriction on the capital market that constitutes the essential characteristic of sentences, but the possibility of trading such sentences the offerors of securities and potential investors. This perspective accentuates the relevance of negotiability in figuring out issuers' regulatory duties.[50]

7.2 *The Court's Judgment on Negotiability and the Obligation to Publish a Prospectus*

Case C-627/23 recent ruling sheds light on the link between negotiable and the obligation to publish a prospectus. The Court, however, explained that the expression securities which are negotiable on the capital market should be interpreted widely so as to include various types of financial instruments, in particular corporate shares, regardless of their transferability being limited in such a way as to make their negotiability impossible or excessively difficult.

This decision emphasizes the negotiability of the securities as well as whether a prospectus is necessitated. The offering should be formulated in such a way which allows reasonable negotiability as a result of which, requirement to publish prospectus is triggered. Yet where transferability of the securities at issue are significantly limited such that it is known that the offering is not a public offering in and of itself, no prospectus needs to be provided for by the issuer.

This has far-reaching consequences for market participants, as the ruling puts a hardline on the standard used to assess whether a securities offering is subject to regulatory duty. This emphasizes the need for issuers to think carefully about the terms of their offers so that they are kept within the bounds of the Prospectus Directive. The Court's focus on negotiability as the most important concept also makes sense given the main goals of the Directive that are focused on investor protection and the proper

50 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 34.

functioning of markets.[51]

In summary, negotiability as a manifest criterion operates alongside the specific EU Prospectus Directive approach to the registration of the offer of securities. It is a lot more relevant now because it has a direct impact on the metrics of investor protection on the one side and market integrity on the other, both of which actually depend on whether the making of a prospectus is necessary. The recent court decision has shed much light on the connection between negotiability and the prospectus publication requirement, with important insight for both issuers and investors. As the securities market matures, negotiability will continue to be a key topic of conversations around regulatory compliance and investor protection.

8. Exceptions to the Prospectus Requirement

The Prospectus Directive establishes specific exceptions where there is no obligation to publish a prospectus when making an offer of securities to the public. The exceptions attempt to facilitate capital raising while providing some measure of investor protection. These exceptions have important ramifications for issuers and investors and are key to understanding securities offerings.

8.1 *Overview of Exceptions to the Prospectus Requirement*

There are numerous circumstances in which the obligation to issue a prospectus may be dispensed with. While Article 3(2) of the Prospectus Directive provides exceptions, including, though not limited to, offers to potential investors exclusively or exclusively pertains to qualified investors, offers of securities amounting to less than € 1 million and offers of securities not admitted to trading on a regulated market. In particular, pursuant to Article 3(2)(a), the prospectus requirement leans not relevant to provides made solely to qualified buyers, comprising certain institutional investors and high-net-worth individuals.

Additionally, Article 3(2)(b) provides an exemption for offers of securities addressed to fewer than 150 non-qualified investors, either natural or legal persons, per Member State. This rule allows issuers to make limited offers without needing to fulfill extensive disclosure requirements. Moreover, Article 4(1)(d) clarifies that the exemption from the obligation to publish a prospectus also applies to shares that are being offered to existing shareholders free of charge, facilitating the execution of capital increases without any regulatory hurdles.[52] Case C-627/23 could be more favourable to statutory exceptions. The judgment of the court, in particular clarifying the notion of qualified investors and the conditions in which securities can be said to be negotiable, is thus likely to lead to a stricter application of these exceptions.

51 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 15.

52 *Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA* (Case C-627/23) EU:C:2025:9, para 46.

9. Future Considerations for EU Securities Regulation

C-627/23 ruling underscores the need for Prospectus Directive reforms to enhance clarity, flexibility, and investor protection while fostering market access in a dynamic financial landscape.

9.1 *Potential Reforms: Speculation on Potential Reforms to the Prospectus Directive in Light of This Ruling*

A standardized 'qualified investor' definition would reduce inconsistencies across Member States, easing issuer compliance. Introducing tiered disclosure regimes, such as short-form prospectuses for issuances below €12 million, would support SMEs and sub-national entities, aligning with the EU Growth Prospectus initiative. Raising exemption thresholds (e.g., above €1 million) would facilitate capital access for smaller issuers. Adopting digital, searchable prospectuses would enhance accessibility and streamline investor decision-making.

9.2 *Harmonization of Securities Laws: Discussion on the Need for Harmonization Across EU Member States Regarding Securities Regulation*

A harmonized prospectus format and investor classification system would streamline cross-border investment, reduce compliance complexities, and boost investor confidence, supporting CMU's integration goals. These reforms, potentially integrated into the Listing Act (effective 2026) or the 2025 securitisation framework review, require collaboration among regulators, issuers, and legal experts to balance innovation with investor safeguards. Within the context of ongoing reforms and the discussion of broader harmonization, it will be smoothing the path towards the future of EU securities regulation, the implications of recent court rulings. Given these potential improvements, which not only serve to rectify inconsistencies in the Prospectus Directive, but also create an opportunity for an increasingly integrated regulatory framework, the EU can derive benefits such as increased market efficiency, decreased investment costs for companies, investor protection and increased economic growth in the member states. In such a situation, the way to bring progress will be the cooperation between regulators, market participants and legal experts in order to secure that the changing map of securities regulation appeals needs of a dynamic financial market.

10. Future of the Prospectus Directive

The Directive's focus on investor protection and market integrity is critical for sustaining trust in dynamic financial markets. Mandatory prospectuses for restricted shares enhance transparency, safeguarding investors from risks. Consistent transparency prevents market manipulation and ensures fair trading practices. An adaptable regulatory framework incorporating recent case law will enhance investor protection and market efficiency.

10.1 *Speculation on Potential Reforms for the Prospectus Directive in Light of This Ruling*

Following Case C-627/23, reforms to the Prospectus Directive are anticipated, focusing on clearer definitions of 'offer to the public' and prospectus triggers. A risk-based approach could introduce tiered disclosure requirements, easing obligations for smaller issuances to support SMEs. This would reduce regulatory burdens while ensuring investors receive essential information, fostering innovation and growth across the EU by simplifying compliance for smaller ventures navigating complex securities regulations.[53]

Restructuring prospectuses means that introduction of digital prospectuses could turn out to be a decisive reform. This framework may not use technology as much as it should for improved accessibility and transparency. Electronic forms which are wise, adaptable and can search would enhance the investor experience and, according to the directive, more effective decision making.This is especially applicable in an increasingly digital world where investors use online resources for information.

10.2 *Investor Protection and Market Integrity: Examining the Broader Objectives of the Prospectus Directive*

The Prospectus Directive prioritizes investor protection and market integrity, ensuring fair and efficient financial markets. It mandates transparent prospectuses to provide investors with reliable information, fostering informed decisions and trust, especially amid market volatility and innovative financial products. By extending prospectus requirements to restricted shares, it safeguards a broader investor base from exploitation. The CJEU's broad interpretation of 'public offer' demands uniform application across EU Member States to prevent market manipulation and ensure equitable trading. Future reforms, shaped by recent rulings like C-627/23, should refine definitions and thresholds, leveraging technology for accessible disclosures. Collaboration among regulators, market participants, and legal experts is essential to align securities regulation with the evolving financial landscape, balancing robust investor safeguards with market adaptability.

10.3 *Charting the Path Forward*

The updates proposed by the Prospectus Directive bear elements from more recent case law and serve towards an adaptable regulatory framework accommodating the evolution of the financial industries. This will further protect investors and enhance market integrity. It could be more defined, make smaller offerings simpler, and adopt digital technologies to increase access and efficiency in disclosing information.

53 'Schaerbeek poursuit son combat contre le Holding Communal' *(L'Echo (online)) https://www.lecho.be/entreprises/general/schaerbeek-poursuit-son-combat-contre-le-holding-communal/10502813.html* accessed 28 January 2025.

11. Conclusion

11.1 *Doctrinal Clarification*

The CJEU's ruling in Commune de Schaerbeek and Commune de Linkebeek v Holding Communal SA (C-627/23) redefines 'securities' under the Prospectus Directive (2003/71/EC) to include shares with transfer restrictions, emphasizing negotiability as the capacity for transfer between offerors and investors (para. 33). This broad interpretation, aligned with Article 2(1)(a) and MiFID II (Article 4(1)(44)), ensures uniform securities regulation, enhancing transparency and investor protection across EU markets while supporting the Capital Markets Union's harmonization goals (Article 114 TFEU).

11.2 *Practical and Policy Significance*

The ruling requires national authorities and market participants to reassess securities issuance strategies, as mandatory prospectuses increase compliance costs, potentially limiting sub-national entities' market access. It signals the need for reforms, such as tiered disclosures, higher exemption thresholds, and digital prospectuses, to balance robust investor safeguards with market flexibility. Collaboration among regulators and issuers, potentially via the Listing Act (effective 2026), will foster an adaptable framework, promoting innovation and trust in the EU's evolving financial landscape.

Il mancato recepimento della disciplina CFC della Direttiva ATAD: un'analisi delle conclusioni rese dall'Avvocato Generale Juliane Kokott nella Causa C-524/23

ANGELICA CHIARA TAZZIOLI
Dottoranda in Diritto tributario
Università degli Studi di Milano-Bicocca

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le imprese controllare estere nel sistema della direttiva ATAD: notazioni introduttive. - 3. (Segue) Cenni sulla disciplina contenuta nell'art. 7, par. 2, lettera b) della direttiva ATAD in rapporto al meccanismo di detrazione delineato dal successivo art. 8, par. 7. - 4. Sulla qualificazione della direttiva ATAD quale direttiva di armonizzazione minima. - 5. Considerazioni conclusive.

1. Premessa

Nell'odierno contesto economico-sociale, l'espressione *"elusione fiscale"* (o abuso del

diritto)[01] rinvia ad un fenomeno autonomo storicamente radicato nella tradizione giuridica unionale[02] che continua ad offrire spunti di approfondimento ed opportunità di

01 Per un iniziale inquadramento del tema, anche alla luce dell'approccio seguito dal Legislatore tributario italiano, si rinvia a D. Conte, *Il discrimen tra abuso del diritto ed evasione fiscale: spunti per un inquadramento critico,* in M.C. Fregni, A. Giovannini, M. Logozzo, M. Pierro, S. Sammartino, N. Sartori (a cura di), *Studi in memoria di Francesco Tesauro,* II, Milano, 2023, p. 552 ss.; G. Corasaniti, *Il contrasto alle pratiche di elusione fiscale nell'attuazione delle Direttive ATAD*, in *Strumenti finanziari e fiscalità,* 2019, p. 9 ss.; D. Stevanato, *La norma antielusiva è conforme alla Direttiva ATAD?*, in *Corr. Trib*, 2019, p. 623 ss.; P. Boria, *La clausola anti-abuso prevista dalla Direttiva ATAD: l'esperienza Italiana*, in *European Tax Studies*, 2019, p. I-37 ss.; A. Manzitti, *The influence of EU law and OECD initiatives on corporate tax design in Italy*, in *European Tax Studies*, 2018, p. I-43 ss.; G. Zizzo, *La nozione di abuso nell'art. 10-bis dello Statuto dei diritti del contribuente,* in E. Della Valle, A. Contrino, M. Beghin, *Abuso del diritto ed elusione fiscale,* Milano, 2016, p. 1 ss.; P. Russo, *Profili storici e sistematici in tema di elusione e abuso del diritto in materia tributaria: spunti critici e ricostruttivi,* in *Dir. prat. trib.*, 2016, p. 1 ss.; D. Stevanato, *Elusione fiscale e abuso delle forme giuridiche, anatomia in equivoco*, in *Dir. prat. Trib.*, 2015, I, p. 695 ss.; F. Gallo, *La nuova frontiera dell'abuso del diritto,* in *Rass. trib.*, 2015, p. 1315 ss; S. La Rosa, *Abuso del diritto ed elusione fiscale: differenze e interferenze*, in *Dir. prat. Trib.*, 2012, I, p. 707 ss.; E. Marello, *Elusione fiscale ed abuso del diritto: profili procedimentali e processuali*, in *Giur. it.*, 2010, p. 1731 ss.; M. Beghin, *L'elusione fiscale tra presupposti applicativi, esimenti, abuso del diritto ed "esercizi di stile"*, in *Riv. Dir. trib.*, 2008, II, p. 338 ss.; G. Falsitta, *Manuale di diritto tributario,* Parte generale, Milano, 2015, p. 225 ss.

02 Per un'introduzione al tema, v. S. Cipollina, *Elusione fiscale ed abuso del diritto: profili interni e comunitari*, in *Giur. it.*, 2010, p. 1724 ss. La trasposizione del fenomeno dell'abuso del diritto nell'alveo del diritto tributario è frutto, essenzialmente, dell'opera esegetica della Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Secondo il consolidato orientamento della giurisprudenza unionale, è pacifico il principio secondo il quale "l'applicazione delle norme dell'Unione non può essere estesa sino a comprendere pratiche abusive, ossia operazioni effettuate non nell'ambito di normali operazioni commerciali, ma unicamente allo scopo di beneficiare abusivamente dei vantaggi previsti dal diritto dell'Unione (in tal senso, si vedano anche Corte di Giustizia dell'Unione Europea sentenza 5 luglio 2007, *Kofoed*, causa C-321/05, punto 38. In questa direzione, Corte di Giustizia dell'Unione Europea, sentenza del 9 marzo 1999, *Centros*, causa C-212/97, punto 24; Id., sentenza 21 febbraio 2006, *Halifax*; causa C-255/02, punto 68; Id., sentenza 12 settembre 2006, *Cadbury Schweppes Overseas*, causa C-196/04, punto 35; Id., sentenza 22 novembre 2017, *Cussens*, causa C-251/16, punto 27, Id., sentenza 11 luglio 2018, *Commissione/Belgio*, causa C-356/15, punto 99). Da ciò discende che "uno Stato membro deve negare il beneficio di disposizioni di diritto dell'Unione laddove queste vengano invocate non al fine di realizzare le finalità delle disposizioni medesime, bensì al fine di godere di un vantaggio derivante dal diritto dell'Unione sebbene le condizioni per poterne godere siano rispettate solo formalmente. Ciò si verifica, ad esempio, nel caso in cui il compimento di formalità doganali non si collochi nel contesto di normali operazioni commerciali, bensì sia puramente formale e sia volto unicamente ad ottenere abusivamente la concessione di importi compensativi" (cfr. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, sentenza 27 ottobre 1981, Schumacher, causa C-250/80, punto 16; Id., sentenza 3 marzo 1993, General Milk Products, causa C-8/92, punto 21). In materia di imposta sul valore aggiunto, la Corte di Giustizia UE ha ulteriormente precisato che "se la repressione delle frodi, dell'evasione fiscale e degli eventuali abusi rappresenta un obiettivo riconosciuto e promosso dalla Sesta direttiva, il principio del divieto delle pratiche abusive costituisce parimenti un principio generale del diritto dell'Unione che trova applicazione indipendentemente dalla questione se i diritti ed i vantaggi oggetto dell'abuso trovino il loro fondamento nei Trattati, in un regolamento o in una direttiva" (in tal senso, Corte di Giustizia dell'Unione Europea, sentenza del 22 novembre 2017, Cussens, causa C-251/16, punti 30 e 31). In letteratura, per ulteriori spunti di riflessione, v. S. Cipollina, CFC legislation e abuso della libertà di stabilimento: il caso Cadbury Schweppes, in Riv. dir. fin. sc. fin., 2007, 1, II, p. 13 ss.; G Meussen, Cadbury Schweppes: the ECJ significantly limits the application of CFC rules in the member states, in European taxation, 2007, p. 13 ss.

riflessione non prive di impatto teorico[03].

L'occasione per una rinnovata trattazione del tema è stata colto, in tempi recenti, dall'Avvocato Generale Julien Kokott a margine del procedimento di infrazione (Causa C-524/23) avviato dalla Commissione europea nei confronti del Regno del Belgio.

Nello specifico, si controverteva attorno all'applicazione di norme concepite per contrastare le pratiche di elusione fiscale approvate, com'è noto, con la direttiva (UE) 2016/1164 del 12 luglio 2016 (c.d. *Anti-Tax Avoidance Directive*, abbreviata, *ATAD*)[04] con l'obiettivo ultimo di preservare, attenuando i disallineamenti esistenti tra gli ordinamenti fiscali degli Stati membri, il mercato interno da potenziali frammentazioni endogene[05].

Il riferito provvedimento ha introdotto, in aggiunta ad una disposizione di carattere generale tesa a prevenire, con formula di ampio respiro, la diffusione di fattispecie abusive[06], una disciplina speciale in materia societaria avuto riguardo al conseguimento di vantaggi fiscali indebiti mediante il trasferimento di profitti verso *controlled foreign companies* (d'ora innanzi indicate come *CFC*).

---

03 Cfr. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, causa C-255/02/2006 in *Riv. Dir. trib.*, 2007, IV, p. 17 ss., con nota di P. Pistone, *L'elusione fiscale come abuso del diritto: certezza giuridica oltre le imprecisioni terminologiche della Corte di Giustizia Europea in tema di Iva.*

04 All'adozione della prima direttiva ATAD è seguita l'approvazione della direttiva (UE) 2017/952 del 29 maggio 2017 (che ha modificato l'ATAD I relativamente alle disposizioni in tema disallineamenti da ibridi con i Paesi terzi) e della proposta di direttiva COM(2021) 565 *final* (c.d. ATAD III) in materia di *shell companies*. Per completare il quadro normativo di riferimento, occorre segnalare che la disciplina fiscale europea dedicata alle imprese controllate estere si è dovuta confrontare con la nuova *global minimum tax*. Quest'ultima rappresenta il fulcro essenziale di una delle molteplici iniziative intraprese, in tempi recenti, dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. A livello unionale, l'imposta è stata introdotta tramite l'art. 11 della Direttiva UE 14 2022/2523 del Consiglio del 14 dicembre 2022, in coerenza con l'approccio comune richiesto dalle regole c.d. *GloBE*, al fine di consentire a ciascuno Stato membro di prelevare le imposte integrative relative alle entità a bassa imposizione localizzate sul suo territorio. Per un approfondimento dei tratti fondamentali dell'imposta minima globale si vedano, *ex pluribus*, S. CIPOLLINA, *Riflessioni su CFC Rules e imposta globale sul reddito*, in *Riv. Dir. fin. Sc. fin.*, 2024, I, p. 307 ss.; A. Marinello, *L'imposta minima nazionale*, in A. Giovannini (a cura di), *La riforma fiscale I diritti e i procedimenti Vol. I Diritto internazionale e cooperative compliance*, Pisa, 2024, p. 129 ss.; A. Perrone, *Ratio, origine e natura dell'imposizione minima globale*, in A. Giovannini (a cura di), *La riforma fiscale. I diritti e i procedimenti. Vol. I. Diritto internazionale e cooperative compliance*, Pisa, 2024, p. 103 ss.; G. Foglia, S. Mango, *CFC: dubbi interpretativi e applicativi dopo le modifiche alla disciplina*, in *Corr. trib.*, 2024, p. 736 ss.; E. Macario, *L'esercizio del test di tassazione congrua per le CFC*, in *Corr. trib.*, 2024, p. 336 ss.; S. Marchese, L. Miele, *CFC: semplificazione dei criteri per determinare l'"effective tax" rate della controllata estera*, in *Corr. trib.*, 2023, p. 1018 ss; G. Rolle, F. Scarfone, *Pillar 2 e CFC: divergenza delle basi imponibili e rischi di doppia imposizione dei redditi "passivi"*, in *Corr. trib.*, 2023, p. 673 ss.; L. Carpentieri, *La deriva dei territori e le nuove vie per il coordinamento della tassazione societaria*, in M. C. Fregni, A. Giovannini, M. Logozzo, M. Pierro, S. Sammartino, N. Sartori (a cura di), *Studi in memoria di Francesco Tesauro*, Milano, 2023, p. 177 ss.; P. Boria, *Il progetto di "Global Minimum Tax" e la moderna teoria delle fonti del diritto tributario internazionale*, in *Riv. dir. trib. int.*, 2021, I, p. 55 ss.

05 Sull'impatto dell'adozione della direttiva ATAD rispetto al panorama giuridico unionale, v. A.P. Dourado, *The EU Anti Tax Avoidance package: moving ahead of BEPS*?, in *Intertax*, 2016, p. 440 ss.

06 Trattasi dell'art. 6 della direttiva ATAD.

Il punto è delicato e solleva questioni nevralgiche tanto di natura istituzionale quanto di carattere pratico-attuativo[07].

Il nucleo delle problematiche coinvolte concerne, da un lato, l'armonizzazione di un settore disciplinare - l'imposizione dei redditi - di regola rimesso alla sovranità fiscale del singolo Stato membro[08]; dall'altro, riguarda l'individuazione di un comune denominatore normativo che possa ravvicinare gli ordinamenti tributari domestici alle sopra accennate finalità della direttiva ATAD[09].

Nelle proprie conclusioni, l'Avvocato Generale affronta entrambe le tematiche accogliendo una chiave di lettura che valorizza, in tutta la sua portata, un'interpretazione evolutiva e teleologica del diritto vivente, alla ricerca di un punto di equilibrio tra principio di sovranità e strumenti di tutela dell'integrità giuridico-funzionale dell'Unione Europea[10].

In questa prospettiva, viene proposto un percorso argomentativo che si snoda in più passaggi inferenziali trattando, in via preliminare, i principi consacrati nei Trattati fon-

07 Per l'esame di alcune criticità di fondo si rinvia a D. W. Blum, *Controlled foreign companies: selected policy issues - or the missing elements of BEPS Action 3 and the anti-tax avoidance directive*, in *Intertax*, 2018, p. 296.

08 Per un'indagine circa i criteri elaborati dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea al fine di giustificare eventuali restrizioni delle libertà fondamentali, v. N. Traut, G.W. De resende, *Anti-avoidance jurisprudence in direct taxation: the CJEU between politics and certainty*, in *Intertax*, 2024, p. 226 ss.

09 In argomento, v. A. Pirlot, *The Vagueness of Tax Fairness: A Discursive Analysis of the Commission's "Fair Tax Agenda"*, in *Intertax*, 2020, p. 402 ss.

10 In questa sede, acquista rilievo sistematico il dettato dell'art. 49 Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea in materia di libertà di stabilimento. Nel descritto ambito, emblematica è la pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea 12 settembre 2006, C-196/04, c.d. *Cadbury Schweppes*, che per prima ha statuito che "la circostanza che una società sia stata creata in uno Stato membro per fruire di una legislazione più vantaggiosa non costituisce per se stessa un abuso di tale libertà; tuttavia, una misura nazionale che restringe la libertà di stabilimento è ammessa se concerne specificamente le costruzioni di puro artificio finalizzate ad eludere la normativa dello Stato membro interessato". In tema, v. S. Schenkelberg, *The Cadbury Schweppes Judgment and Its Implications on Profit Shifting Activities within Europe,* in *International Tax and Public Finance,* 2019, p. 1 ss.; E. Della Valle, *Residenza e stabile organizzazione,* in *Rass. Trib.*, 2016, p. 871 ss.; S. Cipollina, *CFC legislation e abuso della libertà di stabilimento: il caso Cadbury Schweppes,* in *Riv. dir. fin. Sc. fin.*, I, 2007, p. 13 ss.; M. Beghin, *La sentenza Cadbury-Schweppes e il "malleabile" principio della libertà di stabilimento,* in *Rass. Trib.*, 2007, p. 983 ss.; C. Romano, *L'utilizzazione dei paradisi fiscali nel diritto europeo: il caso Cadbury Schweppes e la disciplina in materia di società estere controllate ("CFC"),* in *Riv. dir. trib. int.*, 2006, p. 141 ss.; AA.VV., *ECJ restricts Scope of CFC legislation*, in *Intertax*, 2006, p. 636 ss.; G.T.K. Meussen, *Cadbury Schweppes: The ECJ Significantly Limits the Application of CFC Rules in the Member States*, in *European Taxation*, 2007, p. 13 ss.; F. Vanistendael, *Halifax and Cadbury Schweppes: One Single European Theory of Abuse in Tax Law?*, in *EC Tax Review*, 2006, p. 192 ss.; N. Vinther, E. Werlauff, *Tax motives are legal motives - the borderline between the use and abuse of the freedom of establishment with reference to the Cadbury Schweppes Case*, in *European Taxation*, 2006, p. 383 ss.

damentali[11] che contemplano limitazioni alla potestà legislativa unionale in campo tributario[12], sul presupposto che "*la competenza dell'Unione relativa a tale direttiva non è fuori discussione*"[13].

In questa ottica, nelle pagine che seguono, verrà meglio precisata la posizione dell'Avvocato Generale che è approdata, a chiusura del procedimento di infrazione, proponendo il rigetto del ricorso.

Si tratta, più specificamente, di saggiare le posizioni assunte e le tesi interpretative reciprocamente espresse dalle parti coinvolte in giudizio a lume dei potenziali effetti distorsivi conseguenti alla mancata implementazione, a livello locale, del disposto dell'art. 8, par. 7, della direttiva ATAD.

Se, da un lato, la soluzione proposta dall'Avvocato Generale si fonda su un'esegesi della disciplina *CFC* condotta seguendo i canoni ispiratori dell'ATAD, dall'altro, evoca il "margine di manovra" riconosciuto ai singoli Stati all'atto del recepimento interno delle direttive di armonizzazione c.d. minima, assunto, ora, quale parametro di riferimento per valutare, prospetticamente, il fondamento del ricorso.

Nondimeno, quest'ultimo aspetto acquista rilievo sistematico quale manifestazione del necessario contemperamento tra potestà statali non comprimibili ed obiettivi di *governance* fiscale comuni accompagnati da vincoli di attuazione non eludibili.

---

11 Per un inquadramento d'insieme, *ex multis*, B. Kolozs, *Corporate tax residence and mobility in the European Union,* in E. Traversa (a cura di), *Corporate tax residence and mobility,* Amsterdam, 2018, p. 91 ss.; G. Escalar, *Criticità dei rilievi di esterovestizione di società unionali,* in *Corr. trib.,* 2019, p. 1074 ss.; P. Boria, *Diritto tributario europeo,* Milano, 2015, p. 163 ss.; P. Laroma Jezzi, *Integrazione negativa e fiscalità diretta. L'impatto delle libertà fondamentali sui sistemi tributari dell'Unione Europea,* Pisa, 2012, p. 51 ss.; M. Greggi, *Recenti sviluppi di compatibilità comunitaria delle esposizioni di contrasto al fenomeno della cosidetta "esterovestizione" societaria,* in *Rass. trib.,* 2009, p. 105 ss.; F. Amatucci, *Conference on tax jurisdictional criteria and the European Union law,* in *Riv. dir. trib. int.,* 2001, p. 176 ss.; V. Allotti, F. Pernazza, *Trasferimento della sede effettiva delle società in Europa e libertà di stabilimento,* in *Le Società,* 2003, p. 893 ss.

12 Tratta il tema dei poteri attribuiti, in ambito tributario, alle Istituzioni dell'Unione Europea, T.V. MEICKMANN, *Taxing powers of the European Union*, in Intertax, 2024, p. 552.

13 *Amplius*, cfr. S. Govind, I. Lazarov, *Carpet-bombing tax avoidance in Europe: examining the validity of the ATAD under EU law*, in *Intertax*, 2019, p. 852 ss. Gli Autori individuano nella direttiva ATAD molteplici profili di incompatibilità con il diritto primario dell'Unione Europea. In primo luogo, si argomenta la generale non conformità della direttiva rispetto ai principi elaborati dalla Corte di Giustizia dell'UE in materia di abuso del diritto. In secondo luogo, si sostiene che la direttiva non sia aderente ai requisiti posti dall'art. 115 TFUE, sul rilievo che essa non contribuirebbe all'"instaurazione e al funzionamento del mercato interno" secondo quanto stabilito dalla giurisprudenza consolidata della CGUE. Ancora, la direttiva si porrebbe in contrasto con il principio di sussidiarietà, atteso che la Commissione non ha addotto motivazioni persuasive circa la necessità di una direttiva di tale portata a livello unionale. Infine, ad avviso degli Autori, diverse disposizioni della direttiva, benché funzionali al contrasto mirato delle costruzioni artificiose, sarebbero incompatibili con il principio di proporzionalità. Sul punto, v. anche W. Nyström, *Saving the ATAD CFC regime through abuse of law or the rule of reason*, in *Intertax*, 2021, p. 223 ss.

2. Le imprese controllare estere nel sistema della direttiva ATAD: notazioni introduttive

In una cornice giuridica espressiva di valori fondamentali della collettività, come quella tributaria, assume il massimo risalto l'esegesi del precetto legislativo affinché la sua applicazione possa conformarsi alla sua *ratio*.

Parrebbe, *prima facie*, un concetto scontato, che invece implica notevoli conseguenze sul piano del corretto recepimento dei principi enunciati con la tecnica normativa della direttiva, attese le esigenze - centrali in determinati ordinamenti interni - di protezione di interessi specifici[14].

Sul versante del diritto sostanziale[15], la vicenda in esame coinvolge le disposizioni della direttiva ATAD in materia di imprese controllate estere, in un innovativo assetto[16] specificamente dedicato al fenomeno degli aggregati societari fittizi sedenti in più Stati membri, ovvero alle reti sociali diffuse sul territorio dell'UE allo scopo prevalente di differire - o limitare - l'incidenza dell'onere fiscale[17].

La disciplina recata dagli artt. 7 e 8 della direttiva si realizza, in concreto, in un articolato meccanismo[18] che permette l'imputazione del cespite dalla società controllata (situata in un Paese a ridotta fiscalità) alla società madre, attraverso la configurazione di un sistema sinergico di detrazioni ed esclusioni che garantisce, allo stesso tempo, il rispetto dei principi di territorialità dell'imposta e di certezza del diritto[19].

Il descritto "sottosistema" mira[20], essenzialmente, a ricondurre l'imposizione di un de-

14 In letteratura, v. B. Kuzniacki, *The ECJ as a protector of tax optimization via holding companies*, in *Intertax*, 2019, p. 312 ss. Attraverso una disamina di alcune pronounce della Corte di Giustizia UE, l'Autore giunge ad affermare che l'introduzione, a livello unionale, di misure di contrasto ai fenomeni elusivi non deve ostacolare il mantenimento di un clima favorevole alle imprese e agli investimenti finanziari, così da stimolare la concorrenza leale tra i Paesi membri e creare condizioni di parità tra i diversi operatori economici.

15 Per una disamina della disciplina *CFC* condotta seguendo i canoni del diritto unionale, cfr. O. Thommes, D.T. Thomatsu, *CFC legislation and EC law,* in *Intertax*, 2003, p. 188 ss.

16 Per una ricostruzione in chiave evolutiva della disciplina *CFC*, v. M. Helminen, *Is there a future for CFC-regimes in the EU?,* in *Intertax*, 2005, p. 117 ss.; J. ROSEMBUL, *Controlled Foreign Corporations – Critical Aspects*, in *Intertax*, 1998, p. 333 ss.

17 In argomento, cfr. S. Geringer, *The EU's uncoordinated approach to tax avoidance and tax abuse in relation to "uncooperative" tax jurisdictions*, in *Intertax*, 2022, p. 205 ss.

18 Per un'ulteriore disamina sulle disposizioni della direttiva ATAD in materia *CFC*, si rinvia a T. Moser, *The provisions of the EU anti-tax avoidance directive regarding controlled foreign company rules: a critical review based on the experience with the german CFC legislation*, in *Intertax*, 2017, p. 606 ss.

19 Sul punto, vedasi anche R. Avi Yonah, G. Mazzoni, *BEPS, ATAD, and the new tax dialogue: a transatlantic competition?*, in *Intertax*, 2018, p. 885 ss.

20 Cfr. P. Pistone, G. Maisto, *Modello europeo per le legislazioni degli Stati membri in materia di imposizione fiscale delle società controllate estere (CFC)*, in *Riv. dir. trib.*, 2008, V, p. 191 ss; P. Pistone, *Normativa CFC, convenzioni internazionali e diritto comunitario*, in *TributImpresa*, 2004, p. 47 ss.

terminato fatto economico al territorio in cui si assume essersi verificato il presupposto genetico del prelievo, secondo un criterio di prevalenza della sostanza sulla forma e sempre nell'ottica di garantire l'assoggettamento al "giusto" tributo[21].

Per altri versi e più in generale, l'approccio fatto proprio dall'ATAD[22] privilegia (ed esorta) l'adozione di ragionevoli criteri di collegamento territoriale, ovverosia norme di localizzazione e di ripartizione tese ad impedire ipotesi di doppia imposizione o di doppia *non* imposizione[23].

A tale proposito, in vista dell'attuazione delle predette disposizioni, si richiede al singolo Stato membro di modellare il proprio sistema per uniformarlo agli *standard* protettivi ivi stabiliti, introducendo un sistema imperniato sulla c.d. tassazione addizionale[24].

Va precisato altresì che l'art. 8, par. 7, della direttiva introduce talune deroghe al ricordato modello "di base", consentendo che l'imposta (inferiore) adempiuta nello Stato estero dalla società controllata possa essere riconosciuta in detrazione dalla più onerosa imposta nazionale gravante sulla società madre.

Tanto premesso in ordine all'elemento normativo-testuale, può procedersi ad una sua contestualizzazione avuto riguardo al procedimento di infrazione in rassegna[25].

Nell'ottica di assicurare un più elevato livello di tutela dell'integrità della propria base

21 È quanto emerge dalla lettura del primo considerando alla direttiva ATAD. Più specificamente, si afferma che "le attuali priorità politiche nella fiscalità internazionale evidenziano la necessità di assicurare che l'imposta sia versata nel luogo in cui gli utili e il valore sono generati. È pertanto fondamentale ristabilire la fiducia nell'equità dei sistemi fiscali e consentire ai governi di esercitare effettivamente la loro sovranità fiscale. Questi nuovi obiettivi politici sono stati tradotti in raccomandazioni di azioni concrete nel quadro dell'iniziativa contro l'erosione della base imponibile e il trasferimento degli utili (BEPS) dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)". In letteratura, si rinvia a M. Beghin, *L'abuso e l'elusione fiscale tra regole "scritte", giustizia tributaria e certezza del diritto*, in *Corr. Trib.*, 2012, p. 1298 ss.; A. Ballancin, *L'antieconomicità tra occultamento di capacità contributiva, elusione fiscale ed il "dover essere" tributario,* in *Riv. Dir. trib.*, 2012, p. 199 ss.; A. KARDACHAKI, *The impact of European union law on the possibilities of European union member states to adapt international tax rules to the business models of multinational enterprises*, in *Intertax*, 2016, p. 746 ss.

22 Per un'analisi degli art. 7 e 8 della direttiva ATAD svolta alla luce dell'*Action* 3 del Progetto BEPS si rinvia a G. Ginevra, *The EU anti-tax avoidance directive and the base erosion and profit shifting (BEPS) action plan: necessity and adequacy of the measures at EU level*, in *Intertax*, 2017, p. 120 ss.

23 Cfr. A. Soom, *Double taxation resulting from the ATAD: is there relief*?, in *Intertax*, 2020, p. 273 ss.; B. Kuzniacki, *The need to avoid double economic taxation triggered by CFC rules under tax treaties, and the way to achieve it*, in *Intertax*, 2015, p. 758 ss.

24 In tal modo, il reddito generato dalla controllata all'estero viene riconosciuto come reddito della società madre e, di conseguenza, viene tassato con l'aliquota (generalmente più elevata) applicata dallo Stato di residenza di quest'ultima.

25 Osserva P. Malherbe, *Transposition of ATAD GAAR in Belgium*, in *European Tax Studies*, 2019, p. I-91 che in Belgio l'art. 6 della direttiva ATAD fiscale non è stato oggetto di puntualmente recepimento, attesa la vigenza di una preesistente norma domestica anti-abuso (ovvero l'art. 344, primo paragrafo del Codice delle imposte sul reddito) avente la medesima portata applicativa. Sul punto, dello stesso Autore, si veda altresì *Belgian corporate tax reforms* 2018-19, in *European Tax Studies*, 2018, p. I-29 ss.

imponibile, il Legislatore del Regno del Belgio aveva ritenuto opportuno non dar seguito al sistema di detrazione *supra* delineato, nella convinzione che l'ATAD enuncerebbe solo *standard* normativi minimi accordando, con ciò, allo Stato membro una maggiore flessibilità in sede conformativa[26].

A sostegno si eccepiva, altresì, che l'espressione "*conformemente al diritto nazionale*" contenuta nella seconda frase dell'art. 8, par. 7 cit. rinvierebbe al diritto nazionale ai fini della determinazione della detrazione fiscale prevista dalla prima frase dello stesso paragrafo[27], cosicché sarebbe in facoltà degli Stati membri rinunciare, anche del tutto, al riconoscimento della detrazione fiscale ivi contemplata.

L'Avvocato Generale ha tuttavia disatteso tale approccio esegetico, sul rilievo che le esposte argomentazioni non troverebbero simmetrico riscontro nel dato letterale delle norme invocate.

In linea di principio, laddove l'impresa controllata all'estero ottenga solo una parte dei propri redditi da costruzioni societarie non genuine, il combinato disposto degli artt. 7, par. 2, lettera b) e 8, par. 2 esigerebbe che solo tali redditi debbano essere inclusi nella base imponibile del soggetto residente sul territorio nazionale (ad esempio, la società madre) con l'effetto, da un lato, di attrarre a tassazione detti redditi nel Paese di residenza (nel caso *sub specie*, il Regno del Belgio) e, dall'altro, di conservare l'imponibilità all'estero del residuo cespite.

In questa prospettiva, resterebbe di incerta soluzione soltanto il problema - ora di ordine pratico – sottointeso alle modalità di quantificazione dell'onere tributario assolto dalla società controllata estera nello Stato di residenza, che sia riconducibile alla costruzione non genuina, e, di riflesso, detraibile dal *quantum debeatur* imputabile al soggetto passivo.

Ebbene, ad avviso dell'Avvocato Generale, una risposta unitaria a tale quesito dovrebbe defluire in modo ragionevolmente sillogico esaltando la *ratio* dell'art. 8, par. 7, seconda frase, ATAD che, benché implicitamente, esonera l'Amministrazione finanziaria del Paese di residenza dell'entità madre dal fornire un prospetto dell'ammontare del prelievo tributario dovuto, quale risulterebbe in circostanze fisiologiche e genuine, in base alla normativa del Paese di residenza della società estera controllata.

---

26 In un'ottica comparatistica, avuto riguardo all'esperienza del recepimento della clausula generale anti-abuso nell'ordinamento fiscale della Polonia, cfr. B. Kuzniacki, *Poland's implementation of EU GAAR compromises constitutional and EU principles*, in *Intertax*, 2021, p. 237 ss. L'Autore sottolinea che per garantire la compatibilità delle norme interne anti-abuso con i principi dei Trattati fondamentali dell'UE è necessario che esse siano proporzionate rispetto allo scopo prefissato, onde garantire, in conformità agli *standard* stabiliti in seno all'UE, il principio di certezza del diritto.

27 Ove si statuisce che "lo Stato membro del contribuente consente la detrazione dell'imposta versata dall'entità o dalla stabile organizzazione dal debito d'imposta del contribuente nello Stato in cui risiede a fini fiscali o è situato".

In termini sistematici, deporrebbe in tal senso anche il tenore letterale della disposizione che, con riguardo alla determinazione del *quantum* detraibile, ricorrerebbe alla formula "*detrazione calcolata*", sull'assunto che la norma medesima concederebbe agli Stati membri la sola facoltà di determinare il metodo di calcolo del risultato reddituale ai fini della detrazione e non già la facoltà di escluderla in radice.

3. (*Segue*) Cenni sulla disciplina contenuta nell'art. 7, par. 2, lettera b) della direttiva ATAD in rapporto al meccanismo di detrazione delineato dal successivo art. 8, par. 7

A questo punto, a completamento dello scenario più sopra tracciato, merita soffermarsi sul coordinamento tra l'art. 7, par. 2, lettera b) ed il successivo art. 8, par. 7 della direttiva ATAD che fa da sfondo alle due contrapposte posizioni interpretative.

La questione è di indubbio rilievo dal momento che le disposizioni richiamate parrebbero dettare regole tra di loro incongruenti e contrastanti: un sistema all'apparenza dicotomico che indurrebbe ad un corto circuito applicativo.

Infatti, mentre, per un verso, l'art. 7, par. 2, lett. b) stabilisce che i redditi della *CFC* derivanti da costruzioni non genuine devono essere ricompresi nella base imponibile del contribuente residente all'estero, dall'altro, l'art. 8, par. 7, in virtù della detrazione fiscale ivi predicata, prescrive che i redditi della società controllata estera non debbano concorrere alla formazione della base imponibile nel loro intero ammontare nello Stato di residenza, ma solo nei limiti della differenza tra le due aliquote dell'imposta sulle società vigenti nello Stato di residenza e nello Stato ove ha sede la casa madre[28].

Il che, lungi dal rappresentare un potenziale *vulnus* all'impianto strutturale della direttiva ATAD[29], impone, piuttosto, di riflettere sulle modalità di interazione delle due previsioni per accertare se l'implementazione della prima possa rendere "lettera morta" la seconda[30].

Ci si chiede, in buona sostanza, se l'art. 8, par. 7, ATAD possa essere applicato, *de plano*,

28 In argomento vedasi E. Ceriana, A. Tomassini, *Nuovi ingressi nella UE e legislazione CFC*, in *Rass. trib.*, 2007, p. 749 ss.; R. Lupi, V. Marraffa, G. Ingrao, *Regole CFC e stati membri della comunità europea*, in *Dialoghi di diritto tributario*, 2007, p. 1017 ss.; R. Lupi, *Illegittimità delle regole CFC se rivolte a paesi comunitari: punti fermi e sollecitazioni sulla sentenza Schweppes*, in *Dialoghi di diritto tributario*, 2006, p. 1589 ss.

29 Sul punto, si veda A. Rust, *CFC legislation and EC law*, in *Intertax*, 2008, p. 492 ss. L'Autore, oltreché descrivere diverse ipotesi di modelli di *CFC Rules*, si sofferma sulle relative restrizioni imposte dai Trattati fondamentali dell'Unione Europea. In aggiunta, viene sottolineata l'importanza della *CFC Legislation* quale mezzo efficace per impedire l'erosione delle basi imponibili nazionali e per garantire un'equa tassazione anche nei Paesi ad alta tassazione.

30 Ed invero, a tale proposito, il Regno del Belgio rilevava che "l'applicabilità dell'art. 7, par. 2, lett. b), ATAD non sia subordinata al recepimento dell'art. 8, par. 7, ATAD. L'art. 7, par. 2, lett. b), dell'ATAD riguarderebbe unicamente le costruzioni non genuine, essenzialmente volte ad ottenere un vantaggio fiscale, ossia solo le costruzioni artificiose dettate da ragioni fiscali". In questi casi, non avrebbe luogo, in radice, una reale circolazione di beni, servizi, capitali e persone e, pertanto, l'indetraibilità prevista in tali ipotesi non costituirebbe un ostacolo al mercato interno europeo.

all'art. 7, par. 2, lett. b) o se ragioni di coerenza sistematica e teleologica implichino una risposta differente.

Alla luce di una prima chiave di lettura - predicata dalla Commissione - che enfatizza la *voluntas* del Legislatore unionale, non vi sarebbe incompatibilità tra gli enunciati in commento ed anzi, considerate le esigenze di tutela di cui essi sono diretta manifestazione, permarrebbe in capo agli Stati membri un obbligo di puntuale recepimento dell'intero contenuto precettivo della direttiva.

A suffragio, si argomenta esaltando il dato positivo sul presupposto che il paragrafo 7 dell'art. 8, a differenza dei precedenti paragrafi 1 e 2, non si riferisca unicamente ad una delle fattispecie contemplate, rispettivamente, nelle due lettere dell'art. 7, par. 2, donde la detrazione concessa dall'art. 8, par. 7 ben potrebbe trovare applicazione alle ipotesi di costruzioni non genuine *ex* art. 7, par. 2, lettera b).

Secondo una diversa opinione, l'essenza dei meccanismi antielusivi introdotti con l'ATAD andrebbe ricercata nell'esigenza di prevenire il rischio che un'interpretazione strettamente letterale delle disposizioni in commento possa condurre ad un risultato contrario agli obiettivi che esse perseguono.

A questo proposito, l'Avvocato Generale ha osservato che le norme della direttiva ATAD si innervano nel generale timore che le strutture societarie artificiose, dirette essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali, non siano efficacemente intercettate, in un'ottica di contrasto, dalle discipline fiscali interne.

Il diritto tributario, infatti, ricollega la quantificazione del tributo alla realtà economica dell'impresa e non già alla struttura societaria o contrattuale.

Tale tendenza è ravvisabile, precipuamente, nell'art. 6 della direttiva ATAD che ha innovativamente introdotto una clausola generale antielusiva (c.d. *General Anti-Avoidance Rule*, abbreviato *GAAR*)[31].

Ebbene, come condivisibilmente evidenziato dall'Avvocato Generale, il principio del "non riconoscimento" espresso nell'art. 6[32] assume rilievo anche ai fini delle costruzioni

31 Si veda, a tale proposito, il considerando n. 11 alla direttiva ATAD dedicato specificamente alla norma generale anti-abuso contenuta nell'art. 6 del provvedimento medesimo.

32 Il Giudice europeo, in plurimi arresti, ha chiarito che "la prova di una pratica abusiva richiede, da un lato, un insieme di circostanze oggettive dalle quali risulti che, nonostante il rispetto formale delle condizioni previste dalla normativa dell'Unione, l'obiettivo perseguito dalla normativa medesima non sia stato conseguito e, dall'altro, un elemento soggettivo, consistente nella volontà di ottenere un vantaggio derivante dalla normativa dell'Unione mediante la creazione artificiosa delle condizioni necessarie per il suo ottenimento. La sussistenza di taluni indizi può dimostrare la sussistenza di un abuso, sempreché si tratti di indizi oggettivi e concordanti. Possono costituire indizi di tal genere, segnatamente, l'esistenza di società interposte prive di giustificazione economica nonché la natura puramente formale della struttura del gruppo societario, della costruzione finanziaria e dei finanziamenti" (cfr. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, sentenza 26 febbraio 2019, cause riunite c-116/16 e c-117/16, punto 114). Nella giurisprudenza unionale, vedasi altresì sentenza 4 ottobre 2024, causa C-171/23, punto 40; Id. sentenza 22 novembre 2017, causa C-251/16, punto 46; Id. sentenza 22 dicembre 2010, causa C-103/09, punto 48; Id. sentenza 21 febbraio 2006, causa C-255/02, punto 94; Id. sentenza 26 febbraio 2019, cause riunite C-116/16 e C-117/16, punti 107 e segg.

non genuine contemplate all'art. 7, par. 2, lettera b) le quali, in definitiva, null'altro rappresenterebbero se non una mera specificazione della fattispecie generale antiabuso[33].

Ciò posto, l'incompatibilità funzionale tra le due norme si potrebbe motivare sulla base di alcuni assunti.

Per quanto attiene al profilo applicativo non emergerebbero particolari problemi atteso che l'art. 7, par. 2, lettera b), quale *lex specialis*, potrebbe prevalere sulla clausola generale antiabuso *ex* art. 6.

Di contro, è sul versante degli effetti giuridici che si registrerebbero maggiori profili di criticità.

Infatti, le disposizioni contenute nell'art. 8, par. 7 non si integrerebbero *tout court* con la disciplina recata dall'art. 7, par. 2, lett. b) trattandosi di meccanismi normativi disarmonici da un punto di vista funzionale.

Poiché le misure previste dall'art. 7, par. 2 cit. in caso di costruzione non genuina rappresentano una declinazione dell'art. 6, è logico ritenere che nessun contribuente che vi abbia fatto ricorso possa poi invocare il beneficio della detraibilità concesso dall'art. 8, par. 7 cit.

Diversamente opinando, si verificherebbe una grave antinomia interna rispetto agli effetti giuridici discendenti dall'art. 6 che stabilisce di ignorare completamente la costruzione non genuina[34].

In tal modo, la previsione della detraibilità fiscale secondo il ripetuto art. 8, paragrafo 7 risulterebbe addirittura superflua nel caso in cui il trasferimento di ricchezza abbia luogo tra due Stati membri uno dei quali abbia adottato un modello di tassazione addizionale conforme a quanto prestabilito dall'art. 7, par. 2 della direttiva ATAD[35].

Nel mentre, qualora fosse coinvolto un Paese terzo, soccorrerebbero le convenzioni contro le doppie imposizioni laddove dispongono, generalmente, di norme dedicate *ex professo* ai procedimenti di composizione amichevole[36].

33 Mentre, da un lato, l'art. 7, par. 2, lettera b), ATAD si riferisce espressamente alle "costruzioni non genuine che sono state poste in essere essenzialmente allo scopo di ottenere un vantaggio fiscale", dall'altro, l'art. 7, par. 2, lett. b), secondo comma, fa riferimento alla particolare situazione esistente nel contesto di una relazione di controllo societario.

34 *Ex* art. 6, par. 1, direttiva ATAD.

35 Per ulteriori spunti di indagine, v. P. Valente, *Elusione fiscale internazionale: strumenti unilaterali di contrasto e disposizioni convenzionali in materia di treaty shopping*, in *Dir. prat. trib.*, 1998, p. 11 ss.

36 Si veda, a titolo esemplificativo, l'art. 25 del Modello di Convenzione fiscale dell'OCSE.

4. Sulla qualificazione della direttiva ATAD quale direttiva di armonizzazione minima

Assodato che, in linea con la tesi dall'Avvocato Generale, al mancato recepimento della disposizione unionale non consegue necessariamente una violazione del diritto dei Trattati fondamentali[37], restano da indagare, in questo ambito, alcuni aspetti che, in buona parte, interessano la nozione di armonizzazione nella prospettiva del diritto fiscale[38].

A questo fine, occorre muovere da una premessa di fondo: il riconoscimento di uno spazio di manovra in sede di adeguamento normativo non equivale all'attribuzione di un'indiscriminata libertà di qualificazione o di classificazione della fattispecie giuridica.

La "discrezionalità", ben lungi dal risolversi in mero arbitrio, deve essere il frutto di una ponderata valutazione legislativa volta a mitigare possibili profili di frizione.

Trattasi, evidentemente, di questione non priva di una componente tecnica da valutare secondo un approccio *case by case*, avuto riguardo agli assetti degli ordinamenti interni dei singoli Paesi membri.

A quest'ultimo fine, giova rievocare due assunti pacifici nella logica del diritto europeo.

In primo luogo, le direttive unionali sono vincolanti in rapporto al risultato che si intende perseguire, fatta salva la competenza degli organi nazionali in ordine alla scelta delle forme e dei mezzi[39].

In secondo luogo, nel caso delle direttive di armonizzazione c.d. minima[40], si permette agli Stati membri di mantenere una maggiore flessibilità e di introdurre misure protet-

37 P. K. Schmidt, *A general income inclusion rule as a tool for improving the international tax regime - challenges arising from EU primary law*, in *Intertax*, 2020, p. 983 ss.

38 Sulla nozione di armonizzazione fiscale, cfr. M. Scherleitner, *Increasing direct tax harmonization and the role of tax-relevant economic guarantees in primary EU law - a reflection on a (yet to be formed) trend*, in *Intertax*, 2025, p. 141 ss.

39 Illustra P. Boria, *Diritto tributario europeo*, Milano, 2017, p. 101, che lo strumento normativo principale attraverso cui è stata realizzata la formazione dell'ordinamento comunitario in materia fiscale è senz'altro costituito dalle direttive del Consiglio. Trattasi di atti con effetto obbligatorio destinati agli Stati membri aventi ad oggetto la fissazione di obiettivi, generali o dettagliati, da raggiungere in un determinato termine temporale, rispetto ai quali gli Stati medesimi sono liberi di scegliere forma e mezzi più idonei per la concreta attuazione normativa negli ordinamenti nazionali (pur nel rispetto delle prescrizioni e dei limiti imposti dal diritto comunitario). L'emanazione della direttiva determina, pertanto, una procedura articolata in due momenti: dapprima, lo Stato membro è vincolato al raggiungimento del risultato fissato in sede comunitaria con l'obbligo in buona fede di evitare la produzione di norme interne che risultino contrastanti con le regole della direttiva comunitaria (c.d. clausola di *standstill*); successivamente, con il recepimento della direttiva in un atto legislativo domestico, la norma di ispirazione unionale assume un'efficacia generale ed astratta rispetto ai soggetti appartenenti alla comunità nazionale.

40 Il tema è stato affrontato da A. Comelli, *L'armonizzazione (e il ravvicinamento) fiscale tra lo "spazio unico europeo dell'iva", la direttiva del Consiglio "contro le pratiche di elusione fiscale" e l'abuso del diritto*, in *Dir. prat. trib.*, 2018, p. 1397 ss.

tive anche più rigorose se ritenute necessarie ad evitare la possibile erosione di previgenti *standard* di tutela, sempre nel rispetto delle libertà fondamentali garantite dal diritto primario dell'UE[41].

A fronte di queste necessarie precisazioni, il Regno del Belgio sosteneva che la direttiva ATAD avesse quale obiettivo, almeno con riguardo all'imposta sui redditi delle società e alle disposizioni preposte alla protezione delle basi imponibili nazionali in caso di *CFC*, soltanto un'armonizzazione minima e, dunque, escludendosi l'operatività della detrazione *ex* art. 8, par. 7, ATAD, verrebbero, coerentemente, attuate le sue finalità di ravvicinamento[42].

La Commissione, in senso contrario, attribuiva alla formula "armonizzazione minima" un'accezione più restrittiva, ritenendola intesa al perfezionamento contenutistico della fattispecie generale-astratta che, pertanto, non ammetterebbe parziale recepimento.

L'impostazione della Commissione, ad avviso dell'Avvocato Generale, non parrebbe comunque condivisibile, assumendo la mancata recezione dell'art. 8, par. 7 cit. valore di circostanza direttamente sintomatica di un difetto di conformazione sanzionabile ai sensi dell'ordinamento euro-unitario.

Eppure, nella valutazione circa la sussistenza di un possibile disallineamento rispetto al quadro normativo euro-unitario non si dovrebbe prescindere da un'analisi degli effetti sostanziali ascrivibili alla "condotta omissiva" del legislatore interno.

Trattasi di un problema che dovrebbe essere affrontato alla stregua, sì del diritto dell'Unione, ma tenuto conto anche del diritto nazionale e delle relative politiche dirette alla sua implementazione.

Di conseguenza, non sarebbe ravvisabile una violazione del dettato della direttiva se prescindendo dal suo materiale ed integrale recepimento: (i) la disciplina fiscale interna ne condivide la *ratio*; (ii) la normativa locale permette (o comunque non ostacola) il conseguimento degli obiettivi prefissati; (iii) il diritto tributario nazionale si pone in

41 L'Avvocato Generale ha precisato, a tale riguardo, che eventuali restrizioni alle libertà fondamentali possono essere giustificate, nell'ambito dell'armonizzazione minima, dagli obiettivi posti dalla direttiva, quali motivi di ordine pubblico, sempreché non eccedano quanto necessario per il loro raggiungimento. Generalmente, ciò si verifica nel caso in cui lo Stato membro recepisce una disposizione generale di una direttiva adottando una normativa più specifica e più rigorosa o, ad esempio, modifica, in fase di recepimento, una soglia fissata come *standard* minimo nella direttiva, rendendo così più restrittivi i requisiti legali.

42 In altre parole, solo l'art. 7 e l'art. 8, paragrafi da 1 a 4, della direttiva ATAD detterebbero lo *standard* minimo ai fini della protezione delle basi imponibili nazionali relative all'imposta sulle società che gli Stati membri sarebbero tenuti a recepire. Tuttavia, come rilevato dall'Avvocato Generale, le eccezioni all'inclusione nella base imponibile previste all'art. 8, paragrafi da 5 a 7, dirette ad evitare la doppia imposizione restringerebbero la realizzazione di tale obiettivo e il loro recepimento non sarebbe, quindi, obbligatorio per gli Stati membri. Conseguendone che qualora uno Stato membro non implementasse la detrazione fiscale *ex* art. 8, par. 7, ad esempio a fronte di costruzione non genuine, verrebbe garantito un più elevato grado di protezione della base imponibile nazionale.

linea con gli *standard* minimi in essa stabiliti.

Nel contesto sopra ricostruito, l'Avvocato Generale ha ritenuto che l'art. 3 della direttiva ATAD può assurgere a criterio ermeneutico ausiliario (sebbene non esaustivo) per desumere la natura di direttiva di *sola* armonizzazione minima[43] derivandone, a corollario, che norme derogatorie che limitino il raggiungimento delle finalità perseguite dal Legislatore euro-unitario, come più sopra sottolineato, non devono essere necessariamente recepite[44].

Ciò posto, al fine di accertare se l'art. 8, par. 7, ATAD sia suscettibile di una dispensa di tale portata, è necessario risalire nuovamente al meccanismo giuridico ivi tratteggiato[45].

Orbene ed in estrema sintesi, mentre l'art. 7, par. 2, lett. b), ATAD introduce la regola secondo la quale i redditi della società controllata estera formalmente imputati a costruzioni non genuine vanno ricompresi nella base imponibile del soggetto residente nel territorio nazionale, l'art. 8, par. 7, ATAD si discosta da tale principio, sicché i redditi della società controllata estera, per effetto della detrazione fiscale ivi prevista, non concorrono più a reddito nel loro intero ammontare a livello nazionale.

Nel primo caso e in termini più espliciti, i redditi imputabili alla società controllata estera, laddove siano riferiti a strutture imprenditoriali di puro artificio, verrebbero attribuiti, sommandoli, all'imponibile dell'entità madre con gettito integralmente appreso dallo Stato ove quest'ultima risiede.

Nel secondo caso, lo Stato di residenza percepirebbe, per effetto della detrazione, un

43 Ove si sancisce che la direttiva non pregiudica l'applicazione di disposizioni nazionali o convenzionali intese a salvaguardare un livello di protezione più elevato delle basi imponibili nazionali per l'imposta sulle società.

44 Deporrebbe in tal senso anche il chiaro tenore testuale del considerando n. 16, laddove si precisa che "la presente direttiva si limita a quanto è necessario per conseguire tale obiettivo in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo. Fissando un livello minimo di protezione del mercato interno, la presente direttiva mira soltanto a raggiungere il grado minimo di coordinamento all'interno dell'Unione essenziale per conseguire i suoi obiettivi".

45 Invero, lo stesso principio era già stato enunciato nella sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea 3 giugno 2010, Causa C-484/08 seppur con riferimento ad un diverso settore disciplinare. In particolare, il ricordato procedimento verteva sulla corretta applicazione della direttiva 93/13/CEE in materia di tutela del consumatore, avuto riguardo alle clausole abusive inserite nei contratti stipulati con i consumatori. L'art. 4, par. 2 della menzionata direttiva stabilisce che "la valutazione del carattere abusivo delle clausole non verte né sulla definizione dell'oggetto principale del contratto, né sulla perequazione tra il prezzo e la remunerazione, da un lato, e i servizi o i beni che devono essere forniti in cambio, dall'altro, purché tali clausole siano formulate in modo chiaro e comprensibile". A mente del successivo art. 8, "gli Stati membri possono adottare o mantenere, limitatamente al settore disciplinato dalla direttiva stessa, disposizioni più severe, compatibili con il trattato, per garantire un livello di protezione più elevato per il consumatore". La Corte ha ritenuto ammissibile il mancato recepimento delle disposizioni derogatorie, considerato che la normativa interna (nel caso di specie, quella spagnola) mirava ad una maggiore tutela dei consumatori ponendosi in linea con l'obiettivo di armonizzazione minima propugnato dalla direttiva.

gettito fiscale inferiore rispetto a quello che avrebbe ottenuto se fosse stata costituita una struttura sociale genuina.

5. Considerazioni conclusive

Le conclusioni dell'Avvocato Generale rese nel procedimento di infrazione avviato dalla Commissione europea nei confronti del Regno del Belgio offrono un autorevole contributo all'inquadramento sistematico e all'analisi dei presupposti applicativi dell'art. 8, par. 7 della direttiva ATAD.

Le medesime riflessioni consentirebbero altresì di ripensare al ruolo della direttiva *Anti Avoidance* da atto avente portata applicativa meno stringente - e, perciò, meno unificante - rispetto al regolamento, ad atto che, proprio per questo motivo, risulta più rispettoso delle peculiarità delle singole esperienze giuridiche nazionali.

Istanza quest'ultima che si svela particolarmente avvertita in materia di imposte dirette, tenuto conto della generale resistenza da parte degli Stati membri a vedere ridimensionato lo spazio di manovra per agire sulla c.d. "leva fiscale" e, comunque, per proteggere i loro specifici interessi (si pensi alle politiche basate sull'incentivazione di investimenti produttivi o finanziari mediante il ricorso di aliquote generalizzate particolarmente attrattive).

Va peraltro dato atto che sarebbe riduttivo classificare la direttiva ATAD quale mero strumento di ravvicinamento legislativo, assumendo piuttosto la qualificazione di uno strumento funzionale al perseguimento di un interesse diffuso di rilievo internazionale[46].

Il tema in analisi stimola un duplice livello di riflessione[47].

Il primo rinvia al concetto di armonizzazione *minima* secondo il quale ciascuno Stato membro, nell'esercizio delle potestà ad esso attribuite, può operare con un margine di azione più o meno ampio in fase di conformazione al provvedimento europeo.

Il secondo aspetto, potenzialmente conflittuale con il precedente, risponde alla necessità che la disciplina interna di recepimento sia costruita in guisa da assicurare, in modo concreto, il raggiungimento dello scopo della direttiva.

Tirando le fila di questi basilari concetti, dovremmo riconoscere, in armonia con le argomentazioni dell'Avvocato Generale, che sia consentito allo Stato membro di sottrarsi legittimamente all'implementazione di una norma qualora il recepimento di altra disposizione unionale consenta, parimenti, il raggiungimento delle comuni finalità fissate

46 Per un'indagine circa le origini del Progetto BEPS e sui suoi risvolti nel contesto giuridico europeo, si rinvia a AA.VV., *Implementing key BEPS actions: where do we stand?*, in *Intertax*, 2017, p. 852 ss.

47 Per ulteriori spunti di riflessione, cfr. E. Traversa, *The prohibition of abuse of rights in european tax law: sacrificing the internal market for the fight against base erosion and profit shifting?*, in *European Tax Studies*, 2019, p. I-1 ss.

dalla stessa direttiva.

In tal modo, va aggiunto, si scongiurerebbero eventuali rischi di "compressione" della potestà impositiva domestica che verrebbe comunque tutelata seppur nei modi e nei limiti *supra* illustrati.

L'aspetto più problematico, ben evidenziato in seno al procedimento di infrazione, non attiene l'interrelazione - nel significato di inconciliabilità applicativa - tra i meccanismi antiabuso proposti dalla direttiva in quanto un simile contrasto, a nostro parere, è solo apparente, data la diversità e autonomia dei rispettivi piani di operatività.

Il nodo cruciale concernerebbe, piuttosto, l'adeguata valorizzazione - anche in fase interpretativa - del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, giacché quest'ultimo, al di là di quanto possa sembrare, può rappresentare idoneamente un fondamentale parametro di giudizio per valutare gli effetti e, di riflesso, la coerenza delle scelte legislative nazionali in sede di attuazione del provvedimento di matrice europeistica.

Risoluzione dei contratti di investimento e tutela restitutoria, tra funzione ripristinatoria del rimedio e divieto di ingiustificati arricchimenti: spunti per uno studio delle restituzioni contrattuali, a partire da Cass., 18 febbraio 2025, n. 4133

FRANCESCA CORLETTO
Assegnista di ricerca in Diritto privato
Università degli Studi di Padova

SOMMARIO: 1. Il caso e la questione. – 2. Il problema delle restituzioni contrattuali. – 3. Le restituzioni conseguenti alla risoluzione dei contratti d'investimento: l'orientamento giurisprudenziale tradizionale. – 4. Il nuovo indirizzo: *a)* il contenuto della regola sulla restituzione di frutti e interessi. – 5. (Segue) – *b)* il problema della rilevanza dello stato soggettivo dell'*accipiens indebiti*. – 6. (Segue) – *c)* la funzione ripristinatoria dei rimedi demolitori e il divieto di ingiustificati arricchimenti. – 7. Osservazioni conclusive. Postilla.

1. Il caso e la questione

Con la sentenza del 18 febbraio 2025, n. 4133[01], la Suprema Corte è tornata a pronunciarsi in tema di restituzioni conseguenti alla risoluzione per inadempimento del contratto di investimento in strumenti finanziari, con specifico riguardo al problema della decorrenza temporale dell'obbligo di restituire frutti e interessi.

La questione giunta al vaglio dei giudici prende le mosse dal ricorso proposto da un istituto di credito per la cassazione della sentenza della Corte d'Appello che, dopo aver ritenuto che entrambi i contratti di acquisto di *bond* argentini stipulati con alcuni clienti

01 Cass., 18 febbraio 2025, n. 4133, in *www.dirittobancario.it*.

potessero essere dichiarati risolti per violazione degli obblighi informativi gravanti sulla banca intermediaria, aveva condannato gli investitori a restituire, oltre ai titoli detenuti all'esito del concambio a decorrere dal relativo acquisto, le cedole maturate dalla data della domanda; e ciò in applicazione di quanto previsto dall'art. 2033 c.c., che, come noto, accorda al *solvens indebiti* il diritto di ripetere, oltre a quanto pagato, i frutti e gli interessi «dal giorno del pagamento, se l'*accipiens* era in mala fede, oppure, se questi era in buona fede, dal giorno della domanda». Ad avviso del giudice del gravame, infatti, gli investitori non potevano che ritenersi in buona fede, dal momento che la banca non aveva fornito la prova della loro mala fede; pertanto, in base alla norma evocata, costoro erano tenuti a restituire solo le cedole maturate in seguito alla data della domanda e non anche quelle maturate fino a quel momento[02]. Chiaramente, tale soluzione presuppone che le cedole percepite dai clienti costituiscano frutti civili ai sensi dell'art. 2033 c.c. Secondo la banca, la Corte d'Appello avrebbe, invece, dovuto disporre, quale effetto della pronunciata risoluzione del contratto, la restituzione, oltre che dei titoli, anche di tutte le somme accreditate agli investitori a titolo di cedole, in quanto oggetto di indebito pagamento.

Si poneva, così, il tema, già oggetto della precedente sentenza dell'8 gennaio 2025, n. 423[03], dei possibili limiti di applicabilità della disciplina della ripetizione d'indebito – con specifico riguardo al rilievo che assume, in essa, lo stato di buona o di mala fede dell'*accipiens* – alle azioni di impugnativa contrattuale, nonché alle conseguenti restituzioni[04]. Nello specifico, il quesito controverso che allora era stato sottoposto all'attenzione del Collegio, e che il caso in esame ripropone, è se, dato il carattere retroattivo della risoluzione per inadempimento e la funzione ripristinatoria ad essa sottesa, sia razionale applicare la disposizione di cui all'art. 2033 c.c. nella parte in cui commisura l'obbligo di corresponsione di frutti e interessi allo stato di buona o di mala fede dell'*accipiens* al momento della ricezione della prestazione. Tale interrogativo postula l'esigenza di individuare esattamente l'ambito di incidenza della regola in questione, per verificare se questa sia stata correttamente applicata nel caso concreto.

La Suprema Corte ha accolto il ricorso della banca: richiamandosi all'ampia parte motiva e ai principi di diritto espressi nella sentenza di gennaio, nonché all'orientamento espresso in altra recente pronuncia[05], il Collegio ha escluso che, in caso di caducazione contrattuale, lo stato di buona o di mala fede dell'*accipiens* possa influire sulla determinazione del *dies a quo* dell'obbligo di corrispondere frutti e interessi; invero, secondo la Corte, tale obbligo, in più stretta aderenza alla *ratio* del rimedio azionato, alla funzione ripristinatoria ad esso sottesa, nonché al generale divieto di arricchimenti ingiustifica-

02 App. Ancona, 21 giugno 2019, n. 1043, in *DeJure*.

03 Cass., 8 gennaio 2025, n. 423, in *DeJure*.

04 Cfr. Cass., 8 gennaio, 2025, cit., § 7; Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.4.

05 Cass., 20 giugno 2023, n. 17572, in *DeJure*, cui la sentenza in commento fa espresso richiamo al § 3.2.

ti, dovrebbe decorrere in ogni caso dal momento in cui la prestazione è stata eseguita[06].

Tale orientamento, come affermato dalla Corte stessa, sottende l'adesione alla teoria secondo cui la disciplina dell'indebito oggettivo, nel momento in cui viene utilizzata per regolare le restituzioni contrattuali, non trova applicazione *de plano*, ma solo nella misura in cui essa risulti compatibile con le peculiarità proprie di queste restituzioni, aventi ad oggetto prestazioni effettuate in esecuzione di un contratto e non mere prestazioni isolate; sicché, in quest'ottica, si è ritenuto congruo disapplicare quei profili di disciplina che risultino incompatibili con dette specificità. Secondo i giudici, infatti, l'applicazione della regola sulla decorrenza dell'obbligo di corrispondere frutti e interessi di cui all'art. 2033 c.c., avrebbe condotto, nel caso di specie, ad un risultato concreto incompatibile sia con il principio della rimessione in pristino proprio della fattispecie risolutoria, sia con il generale divieto di ingiustificati arricchimenti.

Com'è evidente, il quesito affrontato dai giudici, ponendosi al crocevia tra la disciplina del pagamento dell'indebito e quella del contratto e dei suoi rimedi, intercetta il più generale problema delle restituzioni contrattuali: se, cioè, le norme sull'indebito oggettivo – che, per tradizionale opinione, intervengono a regolare dette restituzioni – siano sempre e comunque idonee a far fronte agli specifici problemi che possono sorgere nella fase post-contrattuale, i quali dipendono sia dalla natura del contratto caducato, sia dalla causa che determina il venir meno del vincolo.

Rispetto a questo tema, la sentenza in esame risulta degna di nota non solo per l'approdo finale cui la Corte è giunta, ma anche per le ragioni ad esso sottese, le quali riflettono un rinnovato approccio della giurisprudenza di legittimità all'intera materia delle restituzioni contrattuali, per stessa ammissione della Corte dovuto all'influenza dell'elaborazione dottrinale sul punto. La pronuncia sottopone, infatti, a revisione l'impostazione tradizionale del problema, mettendo capo ad un orientamento che, senza sconfessare il dato codicistico, riesce a risolvere alcune incongruenze manifestatesi nella prassi.

Nelle note che seguiranno, muovendo dal generale inquadramento del problema delle restituzioni contrattuali, nonché dei principali esiti della riflessione dottrinale in materia, si darà conto dell'evoluzione della posizione della giurisprudenza di legittimità, fino ad arrivare all'orientamento espresso dalla sentenza in commento: un orientamento che è dato dalla combinazione dei risultati raggiunti nei due precedenti cui la pronuncia in esame si richiama espressamente.

2. Il problema delle restituzioni contrattuali

Il problema delle restituzioni contrattuali, su cui l'attenzione degli studiosi è focalizzata già da tempo, nasce in seguito ad un difetto di organicità del tessuto normativo. Invero, nel Codice civile non si trova un corpo di regole specificamente dettate per gli obblighi restitutori derivanti da un contratto nato o divenuto inefficace, ma in tutto o in parte

06 Cfr. Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.4.

eseguito[07]: solo alcune disposizioni situate nel Titolo dedicato al contratto in generale[08], nonché nella disciplina dei singoli contratti[09], fanno riferimento alla fase post-contrattuale e forniscono al riguardo indicazioni parziali, dal significato sistematico non univoco[10].

Alla disorganicità degli addentellati normativi nella disciplina del contratto si contrappone l'analitica regolamentazione degli obblighi restitutori nelle disposizioni dedicate all'istituto del pagamento dell'indebito, le quali, benché concepite con riguardo all'ipotesi di un'isolata prestazione non dovuta, per tradizionale opinione sono chiamate a governare anche le restituzioni contrattuali. Invero, poiché presupposto dell'indebito oggettivo è la non doverosità giuridica dell'obbligo che è stato adempiuto, a gran parte della dottrina è apparsa logica l'applicabilità della relativa disciplina a tutti i casi in cui il contratto è inefficace fin dall'inizio (come nei casi della nullità e della condizione sospensiva non avveratasi) oppure lo diviene retroattivamente (come nei casi dell'annullamento, della rescissione, della risoluzione, del recesso, dell'avverarsi di una condizione risolutiva)[11]. Si è così consolidata l'idea della *condictio* di derivazione romanistica come mezzo generale di recupero di una prestazione ingiustificatamente ricevuta o ritenuta.

Si comprende, allora, perché la rappresentazione tuttora più diffusa del sistema italiano delle restituzioni contrattuali si incardini sull'applicabilità tendenzialmente generale delle regole sulla ripetizione dell'indebito[12]. Tale impostazione attribuisce all'art. 2033 c.c. il valore di una clausola generale[13], il cui significato può essere apprezzato, in particolare, sotto il profilo della «trasversalità per tipo di rimedio»[14]: ciò significa che gli artt. 2033 ss. c.c. intervengono a regolare la fase post-contrattuale in tutte le ipotesi

07 E. Bargelli, *Sinallagma rovesciato e ripetizione dell'indebito. L'impossibilità della* restitutio in integrum *nella prassi giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 87.

08 Si tratta, anzitutto, degli artt. 1445, 1458 e 1452 c.c., che regolano gli effetti, rispettivamente, dell'annullamento, della risoluzione per inadempimento e della rescissione del contratto nei confronti dei terzi; a tali disposizioni si aggiungono l'art. 1360 c.c. e l'art. 1458, co. 1, c.c., che prevedono la retroattività dell'operare della condizione e della risoluzione per inadempimento nei contratti ad esecuzione istantanea o differita, nonché la regola contraria in quelli ad esecuzione continuata o periodica. Infine, l'art. 1422 c.c., in tema di nullità, e l'art. 1463 c.c., in tema di risoluzione per impossibilità sopravvenuta, contengono un espresso richiamo alla disciplina della ripetizione dell'indebito.

09 È il caso degli artt. 1479, co. 2, 1492 e 1493 c.c. (compravendita), 1590 c.c. (locazione), 1671 e 1672 c.c. (appalto), 1751 c.c. (agenzia), 1774 c.c. (deposito), 1809 c.c. (comodato), 1892, co. 3, c.c. (assicurazione), 2126 c.c. (contratto di lavoro subordinato), 2231 c.c. (contratto d'opera professionale) e 807 c.c. (donazione).

10 E. Bargelli, *Sinallagma rovesciato*, cit., 88. Cfr. anche Cass., ord., 8 gennaio 2025, cit., § 8.

11 Cfr. E. Bargelli, *op. loc. ult. cit.*; M. Dellacasa, *Restituzioni e regime dei rimedi contrattuali: un'analisi critica del diritto applicato*, in *Contr. Impr.*, 2018, 1121.

12 E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, Milano, 2010, 128.

13 E. Moscati, *Del pagamento dell'indebito*, *sub* artt. 2028-2042, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, *Libro Quarto*, *Delle Obbligazioni*, Bologna-Roma, 1982, 119.

14 E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 138.

di radicale inefficacia – originaria o sopravvenuta – del titolo negoziale, determinando, così, un'uniformità di trattamento delle restituzioni contrattuali, sia che conseguano ad una figura di invalidità, sia che conseguano all'esercizio di un'impugnativa contrattuale o di altra causa di scioglimento del vincolo operante in via retroattiva[15]. Tale soluzione è generalmente supportata da tre argomenti: il primo, di carattere testuale, si basa sugli artt. 1422 e 1463 c.c., che espressamente rinviano alla disciplina dell'indebito quale regime atto a regolare le restituzioni conseguenti alla caducazione del contratto[16]; il secondo, di tipo sistematico, riguarda i negozi *ab origine* inefficaci, i quali ricadrebbero nella fattispecie generale del pagamento dell'indebito[17]; il terzo, di ordine logico, concerne i casi di perdita *ex tunc* degli effetti e si incentra sul concetto di retroattività, la quale, rendendo *sine causa* la prestazione eseguita, legittimerebbe l'ingresso alla ripetizione dell'indebito[18].

Da queste premesse si è tratta la conclusione per cui il modello italiano delle restituzioni, al pari di quello francese[19], segue un'impostazione unitaria. Si è parlato, in proposito, di regime restitutorio «autoreferenziale», «neutro» e indifferente rispetto alle cause materiali delle restituzioni, nel senso che, quale che sia questa causa, la conseguenza è sempre e comunque la ripetizione dell'indebito[20].

L'impostazione descritta ha avuto largo seguito in dottrina[21], così come in giurisprudenza, quantomeno se ci si ferma alla lettura delle massime in materia di ripetizione dell'indebito. Numerose decisioni della Suprema Corte si allineano, infatti, all'idea dell'unitarietà della disciplina delle restituzioni contrattuali, ribadendo che «qualora venga acclarata la mancanza di una *causa adquirendi* – tanto nel caso di nullità, annullamento, risoluzione o rescissione di un contratto, quanto in quello di qualsiasi altra causa che faccia venir meno il vincolo originariamente esistente – l'azione accordata dalla legge per ottenere la restituzione di quanto prestato in esecuzione del contratto stesso è

15 E. BARGELLI, *Sinallagma rovesciato*, cit., 89; EAD., *Il sinallagma rovesciato*, *cit*., 138, ove ulteriori riferimenti.

16 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 8. In dottrina v., E. MOSCATI, *Caducazione degli effetti del contratto e pretese di restituzioni, in Riv. dir. civ.*, 2007, I, 441, 444; A. DI MAJO, *Il regime delle restituzioni contrattuali nel diritto comparato ed europeo*, in *Eur. dir. priv*., 2001, 531 ss.

17 Si v. U. BRECCIA, *La ripetizione dell'indebito*, Milano, 1974, 229.

18 Cfr. A. BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, in *Scritti in onore di Giuseppe Auletta*, II, Milano, 1988, 247; E. MOSCATI, *Del pagamento dell'indebito*, cit., 146.

19 Si v. E. MOSCATI, *Caducazione degli effetti del contratto*, cit., 438, 444. Per un'analisi del modello delle restituzioni nel *code civil* riformato, v. G. TERLIZZI, *Le restituzioni nel diritto francese*, in *Le restituzioni contrattuali*, P. Gallo e G. Magri (a cura di), Torino, 2024, 165 ss.

20 A. DI MAJO, *Il regime delle restituzioni contrattuali*, cit., 543; E. MOSCATI, *Caducazione degli effetti del contratto*, cit., 438-439.

21 La letteratura in materia è vastissima; basti qui citare P. RESCIGNO, voce *Ripetizione dell'indebito*, in *Novissimo Dig.*, XV, Torino, 1968, 1223 ss.; U. BRECCIA, *La ripetizione dell'indebito*, cit., 243 ss.; ID., voce *Indebito (ripetizione dell')*, in *Enc. Giur.*, XVI, Roma, 1989, n. 2.2., 4; E. MOSCATI, *Del pagamento dell'indebito*, cit., 137 ss.; ID., *Caducazione degli effetti del contratto*, cit., 435 ss.; E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 141, nt. 52, ove ulteriori riferimenti.

quella di ripetizione dell'indebito oggettivo»[22].

Senonché, l'effettiva applicazione delle norme sull'indebito alle restituzioni contrattuali ha evidenziato come l'estensione di tale regime alla fase post-contrattuale sia un'operazione tutt'altro che semplice e immediata: sussistono, infatti, effettive difficoltà di coordinamento tra gli artt. 2033 ss. c.c. e la disciplina dei rimedi che innescano il meccanismo delle restituzioni[23].

Ciò è quanto si osserva, in particolare, in relazione alla rilevanza che, nelle norme sull'indebito, assume lo stato di buona o di mala fede dell'*accipiens*[24]: l'articolazione del contenuto dell'obbligazione restitutoria in ragione di tali stati soggettivi è un profilo di disciplina che non risulta immediatamente trasponibile nell'ambito delle restituzioni contrattuali[25]. Le ragioni sono molteplici: anzitutto, non è incontroverso lo stesso significato da attribuire alle nozioni di buona e mala fede nel contesto dell'operazione di scambio, dal momento che gli stati soggettivi prospettabili al momento della nascita o durante la vita del contratto (ad esempio, l'ignoranza o la conoscenza di una causa di invalidità, la fedeltà o l'infedeltà ad un impegno negoziale) sono solo parzialmente riconducibili ai concetti di buona e mala fede[26]; in secondo luogo, nella disciplina del contratto gli stati soggettivi delle parti non sono generalmente valorizzati nello stesso senso in cui lo sono nell'ambito della disciplina dell'indebito; infine, anche a voler intendere le nozioni di buona e di mala fede come ignoranza-conoscenza del carattere indebito della prestazione ricevuta, le parti, nel momento in cui ricevono le prestazioni, spesso non hanno (né possono avere) consapevolezza del loro carattere indebito. Ciò si verifica, in particolare, nel caso della fattispecie risolutoria, posto che nel periodo di costanza del rapporto ciascuna parte ha pieno titolo a ricevere la prestazione[27].

Di qui si pone il quesito circa l'idoneità degli stati di buona o di mala fede dell'*accipiens* a fungere da criteri di soluzione dei conflitti di interessi che si creano in seguito alla dissoluzione del contratto. La questione postula, a monte, il più generale interrogativo circa l'attitudine delle norme sull'indebito a fornire soluzioni appropriate alle specifiche

22 Si v., *ex multis*: Cass. 15 gennaio 2018, n. 715, in *DeJure*; Cass. 6 giugno 2017, n. 14013, *ivi*; Cass. 7 febbraio 2011, n. 2956, *ivi*; Cass. 15 aprile 2010, n. 9052, *ivi*.

23 E. Moscati, *Caducazione degli effetti del contratto*, cit., 444 ss.

24 Nella disciplina del pagamento dell'indebito buona e mala fede sono impiegate non solo per stabilire la decorrenza dell'obbligo di corrispondere frutti e interessi (art. 2033), ma anche per definire l'obbligo restitutorio in caso di perimento o deterioramento della cosa ricevuta indebitamente (art. 2037) e per tracciare le conseguenze giuridiche che si determinano in caso di alienazione della stessa (art. 2038).

25 Si v. L. Guerrini, *Le restituzioni contrattuali*, Torino, 2012, 12 ss.; A. Di Majo, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003, 349; Id., *Restituzioni e responsabilità nelle obbligazioni e nei contratti*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1994, 309 ss.; A. D'Adda, *Gli obblighi conseguenti alla pronuncia di risoluzione del contratto per inadempimento tra restituzioni e risarcimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 537 ss.

26 E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 151 ss.

27 A. Di Majo, *Restituzioni e responsabilità*, cit., 291 ss.; Id., *Il regime delle restituzioni contrattuali*, cit., 546 ss.

questioni poste dalle restituzioni contrattuali[28].

La dottrina che si è occupata del tema si articola tra Autori favorevoli all'applicazione della disciplina dell'indebito anche alle restituzioni contrattuali, sia pur con alcuni adattamenti[29], ed Autori che, in ragione delle peculiarità di dette restituzioni, sono, invece, giunti a sostenere la necessità di scorporare da tale disciplina l'intera materia delle restituzioni contrattuali[30] o parte di questa[31].

Anche la giurisprudenza di legittimità, che pure ha mantenuto un atteggiamento molto meno problematizzante rispetto al tema delle restituzioni, non ha risolto in modo univoco il problema del raccordo della disciplina dell'indebito con il regime dei rimedi contrattuali. È quanto si osserva, in particolare, in relazione alla decorrenza degli interessi sui debiti restitutori aventi ad oggetto somme di denaro. In alcune sentenze, ove viene fatto espresso riferimento alla disciplina dell'indebito, la Corte afferma che gli interessi decorrono dal momento della domanda di ripetizione, dovendosi presumere la buona fede dell'*accipiens*[32]; in altre, il Collegio sembra invece ignorare la disciplina dell'indebito e la conseguente rilevanza dello stato soggettivo dell'*accipiens*, affermando che gli interessi sui debiti restitutori sono dovuti in ogni caso a decorrere dal momento del pagamento, a prescindere dallo stato soggettivo dell'*accipiens*[33].

La discontinuità della produzione giurisprudenziale in relazione a questo specifico

28 Cfr. E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 147-148; P. GALLO e G. MAGRI (a cura di), *Le restituzioni contrattuali*, cit., *passim.*

29 P. RESCIGNO, *op. cit.*, 1224-1228; U. BRECCIA, *La ripetizione dell'indebito*, cit., 39 ss., 229-245; S. DELLE MONACHE, *Il negozio immorale tra negazione dei rimedi restitutori e tutela proprietaria*, Padova, 1997, 119; C. CASTRONOVO, *La risoluzione del contratto dalla prospettiva del diritto italiano*, in *Eur. dir. priv.*, 1999, 809 ss.; A. D'ADDA, *op. cit.*, 529 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, 949; E. MOSCATI, *Caducazione degli effetti del contratto*, cit., 435 ss., 441, 476; E. BARGELLI, *Sinallagma rovesciato*, cit., 87 ss., 101; EAD., *Il sinallagma rovesciato*, cit., 137, 145, 271, 472; R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, 3ª ed., Torino, 2004, II, 671; R. OMODEI-SALÈ, *Il rischio del perimento fortuito nella vendita di cosa viziata*, Padova, 2004, 68, 73 ss.

30 G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961, 71; P. BARCELLONA, *Note critiche in tema di rapporti fra negozio e giusta causa dell'attribuzione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1965, 11 ss.; A. M. BRUNI, *Contributo allo studio dei rapporti tra azione di caducazione contrattuale e ripetizione dell'indebito*, in *Riv. trim dir. proc. civ.*, 1987, 173; P. GALLO, *L'arricchimento senza causa*, Padova, 1990, 225-362; A. DI MAJO, *Restituzioni e responsabilità*, cit., 291; ID., *Il regime delle restituzioni contrattuali*, cit., 531; ID., *La tutela civile dei diritti*, cit., 351; M. DELLACASA, *op. cit.*, 1120 ss.; A. NICOLUSSI, *Le restituzioni* de iure condendo, in *Eur. dir. priv.*, 2012; L. GUERRINI, *op. cit.*, 23 ss.

31 Si v. C. ARGIROFFI, *Ripetizione di cosa determinata e acquisto a domino della proprietà*, Milano, 1980, 147 ss., nonché A. LUMINOSO, *Risoluzione per inadempimento*, *sub* artt. 1453-1454, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, *Libro IV*, *Delle Obbligazioni*, Bologna-Roma, 1990, 167 ss., 204 ss., 234 ss., 405 ss., il quale ritiene che tale disciplina non debba applicarsi alle restituzioni conseguenti alla risoluzione del contratto.

32 Cass., 21 ottobre 2011, n. 21917, in *DeJure*; Cass., 15 ottobre 2007, n. 21587, in *Vita notar.*, 2008, 121; Cass., 2 agosto 2006, n. 17558, in *Rep. Foro it.*, 2006, *Contratto in genere*, n. 626.

33 Cass., 16 marzo 2017, n. 6844, in *Notariato*, 2017, 272; Cass., 5 novembre 2015, n. 22664, in *DeJure*; Cass., 18 settembre 2014, n. 19654, *ivi*.

aspetto sembra dovuta proprio al «rapporto irrisolto» tra la disciplina dell'indebito e il regime dei rimedi contrattuali[34]. Quando la Corte focalizza la sua attenzione sulla prima, si orienta nel senso della decorrenza degli interessi dal momento della domanda di ripetizione, salvo che risulti provata la mala fede dell'*accipiens*; quando, invece, pone il baricentro del congegno restitutorio nel rimedio che ne costituisce l'antecedente, conclude che gli interessi decorrono dal momento del pagamento.

Fino a pochi anni fa si poteva affermare che questo atteggiamento ondivago dei giudici della nomofilachia non toccasse le pronunce in materia di contratti di investimento, rispetto alle quali la Corte ha mantenuto, quantomeno in relazione alla fattispecie risolutoria, un orientamento coerente con l'impostazione tradizionale del tema delle restituzioni contrattuali. Senonché, come evidenziato dalla pronuncia in commento, anche con riguardo ai contratti del comparto finanziario si è registrato un vero e proprio *revirement* sotto il profilo attenzionato. Il problema della decorrenza temporale dell'obbligo di restituire frutti e interessi è stato, infatti, risolto in modo diverso da quanto avvenuto in precedenza, ossia prendendo le distanze dalla regola dettata dall'art. 2033 c.c.

Mette conto, a questo punto, evidenziare gli snodi fondamentali dell'*iter* logico seguito dai giudici, operando, ove occorra, un'opportuna sintesi tra gli argomenti che lo compongono ed esplicitando alcuni passaggi che, ora per eccesso di sintesi, ora perché rinviano alla motivazione espressa in altri precedenti, potrebbero apparire di non immediata comprensione.

3. Le restituzioni conseguenti alla risoluzione dei contratti d'investimento: l'orientamento giurisprudenziale tradizionale

Il punto di partenza del percorso argomentativo seguito dalla Corte è dato dalla ricognizione dell'indirizzo costantemente seguito, fino a pochi anni fa, in materia di risoluzione dei contratti di investimento in valori mobiliari[35], che riflette, da una parte, l'impostazione tradizionale del problema delle restituzioni contrattuali più volte ribadita dai giudici di legittimità[36] e, dall'altra, una determinata qualificazione delle utilità scambiate tra intermediario e cliente nell'operazione di investimento.

In base a tale orientamento, all'accoglimento della domanda di risoluzione del contratto per inadempimento consegue il diritto delle parti alle reciproche restituzioni, alla stregua della disciplina del pagamento dell'indebito[37]. Ciò si afferma in aderenza al principio secondo cui alla risoluzione del contratto consegue sia un effetto liberatorio per le obbligazioni che ancora devono essere adempiute, sia un effetto restitutorio per le

34 M. Dellacasa, *op. cit.*, 1148.

35 Si v., in particolare, Cass., 30 gennaio 2019, n. 2661, in *DeJure*; tale indirizzo, già enunciato con riguardo all'azione di nullità da Cass., 16 marzo 2018, n. 6664, *ivi*, è stato successivamente ripreso da Cass., 27 agosto 2020, n. 17948, *ivi*.

36 Si v. *supra*, § 2, nt. 24.

37 Cass., 30 gennaio 2019, cit., § 7.2.

prestazioni che siano già state eseguite[38], atteso che, venuto meno il vincolo negoziale, coloro che abbiano ricevuto le prestazioni le detengono senza titolo e sono, perciò, obbligati a restituirle secondo i principi desumibili dalle regole di cui all'art. 2033 c.c.[39].

La norma evocata delinea, anzitutto, un'obbligazione restitutoria principale, avente ad oggetto quanto indebitamente pagato[40], nonché un'obbligazione legale, accessoria a quella principale, che deriva dalla necessità di regolare la sorte dei frutti naturali o civili della *res* maturati a seguito della *solutio*, nonché degli interessi decorrenti dallo stesso momento sulla somma indebitamente riscossa, i quali hanno natura compensativa[41]. In continuità logica con la disciplina che conferisce rilievo allo stato di buona o di mala fede del possessore della cosa fruttifera (art. 1148 c.c.), l'art. 2033 c.c. stabilisce il *dies a quo* dell'obbligo di corrispondere frutti e interessi sulla base dello stato soggettivo in cui versa l'*accipiens* al momento della ricezione della prestazione indebita; dunque, il *solvens* ha diritto di ottenere frutti e interessi, a seconda dei casi, dal giorno del pagamento oppure da quello della domanda.

Ebbene, in base al riferito indirizzo giurisprudenziale, tali regole trovano applicazione *de plano* e senza deroga alcuna nel caso di specie[42]. Perciò, in seguito alla risoluzione del contratto di investimento, sorgono tra le parti reciproci obblighi restitutori aventi ad oggetto le utilità rispettivamente maturate in seguito all'operazione di investimento. Nello specifico, l'intermediario finanziario deve rimborsare il capitale investito dal cliente, unitamente agli interessi, e il cliente deve restituire all'intermediario i titoli acquistati, nonché il reddito eventualmente prodotto *medio tempore* dai medesimi sotto forma di cedole, dividendi o altro[43]. E poiché interessi e cedole hanno natura di frutti civili, essi vengono fatti rientrare nell'alveo della regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c., sicché si ritiene che siano dovuti con decorrenza dalla data del pagamento solo nel caso in cui chi lo ha ricevuto era in mala fede, altrimenti da quella della domanda[44].

38 Si v. anche Cass., 20 marzo 2018, n. 6911, in *DeJure* e Cass., 14 settembre 2004, *ivi*.

39 Cass. 16 marzo 2018, *cit*., § 6.3, ove ulteriori richiami in giurisprudenza.

40 Recita l'art. 2033 c.c. che «chi ha eseguito un pagamento non dovuto ha diritto di ripetere ciò che ha pagato».

41 Cass. Sez. Un., 9 marzo 2009, *cit*.

42 Cfr. Cass., 30 gennaio 2019, *cit*., § 7.2, nonché, con riguardo all'azione di nullità *ex* art. 23 t.u.f., già Cass., 16 marzo 2018, *cit*. § 6.3.

43 Cfr. Cass., 30 gennaio 2019, cit., § 7.2; Cass., 16 marzo 2018, cit., § 6.3.

44 Cass., 30 gennaio 2019, cit., § 7.2; Cass., 27 agosto 2020, cit., § 3; conformi: Cass., 16 marzo 2018, cit., § 6.3; Cass. 20 marzo 2018, n. 6911, in *DeJure*; nonché Cass. 14 settembre 2004, n. 18518, *ivi*. In dottrina, M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 510.

4. Il nuovo indirizzo: a) il contenuto della regola sulla restituzione di frutti e interessi

Senonché a tale indirizzo si è affiancata una nuova teoria ricostruttiva[45], maturata alla luce delle richiamate riflessioni della dottrina sul tema dell'applicabilità della disciplina dell'indebito alle restituzioni contrattuali. Il riferimento va ai già citati precedenti del 20 giugno 2023 e dell'8 gennaio 2025, ove la Corte ha preso atto del fatto che le restituzioni conseguenti alla caducazione di un contratto, specie se sinallagmatico, possono porre problemi diversi da quelli derivanti dalla ripetizione di prestazioni disancorate dall'operazione di scambio[46], e che le maggiori difficoltà di raccordo tra la disciplina dei rimedi contrattuali e le norme sull'indebito si riscontrano proprio in relazione al profilo della rilevanza assunta, in quest'ultimo ambito, dallo stato soggettivo dell'*accipiens*.

Il tema merita di essere approfondito, dal momento che qui si annidano i problemi che hanno determinato il *revirement* della Suprema Corte.

Anzitutto, per stabilire se anche nel caso delle restituzioni contrattuali sia razionale applicare la disposizione di cui all'art. 2033 c.c. nella parte in cui commisura l'obbligo di corresponsione di frutti e interessi allo stato di buona o mala fede dell'*accipiens*, il Collegio ha ritenuto necessario individuare puntualmente il contenuto e l'ambito applicativo della regola in questione.

Un primo profilo attiene al concetto stesso di buona e di mala fede.

È dato pacifico che, in materia di indebito oggettivo, la buona fede dell'*accipiens* sia intesa in senso soggettivo, quale requisito di scienza riferito al carattere indebito della prestazione[47]: l'*accipiens* è in buona fede se non sa che il pagamento non è dovuto.

Tanto premesso, nel momento in cui si tratta di precisare detta nozione con riguardo alla fattispecie risolutoria, la Corte esclude che il giudizio sulla buona o mala fede dell'*accipiens* possa «per analogia trasformarsi nel giudizio sulla imputabilità all'*accipiens* del fatto che dà luogo alla risoluzione»[48]. Tale soluzione risulta, infatti, incompatibile con l'accezione in senso soggettivo della buona fede[49]: stabilire una corrispondenza tra l'imputabilità dell'inadempimento e lo stato di mala fede comporterebbe un'ingiusti-

45 Si tratta dell'indirizzo espresso per la prima volta da Cass., 20 giugno 2023, cit., §§ 8-8.2.3.

46 Invero, l'espressione «sinallagma rovesciato», discendente dalla locuzione «*contrat synallagmatique renversé*» o «*contrat à l'enverse*», è stata impiegata per evidenziare la peculiarità delle questioni che l'istituto della ripetizione dell'indebito pone quando interagisce con tale tipologia contrattuale: v. E. Bargelli, *Sinallagma rovesciato*, cit., 101.

47 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 13; Cass. 7 maggio 2024, n. 12362, in *DeJure*; Cass. 26 ottobre 2020, n. 23448, *ivi*.

48 M. Libertini, voce *Interessi*, in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972, 115. Di simile avviso è E. Moscati, *Del pagamento dell'indebito*, cit., 117, per il quale deve ritenersi in mala fede l'*accipiens* cui sia imputabile il fatto che ha dato luogo allo scioglimento del vincolo.

49 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 14. Così, in dottrina, C. Castronovo, *op. cit.*, 807 ss.; A. di Majo, *Il regime delle restituzioni*, cit., 548; A. Luminoso, *Obbligazioni restitutorie e risarcimento del danno nella risoluzione*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 35.

ficata conversione della buona-mala fede soggettiva nella buona-mala fede oggettiva, oltre ad un'indebita sovrapposizione di piani tra tutela restitutoria e risarcitoria[50].

E allora, se la buona fede di cui parla l'art. 2033 c.c. è indubbiamente soggettiva[51], e consiste nello stato di ignoranza del carattere non dovuto del pagamento, nel contesto contrattuale tale nozione non può che specificarsi nella condizione di ignoranza dell'inefficacia del titolo e del conseguente obbligo di restituire la prestazione ricevuta[52]. Ne derivano due ordini di conseguenze, con riguardo alla fattispecie risolutoria: da un lato, è plausibile ipotizzare che, nel periodo di costanza del rapporto, chi riceve la prestazione sia in buona fede[53], dal momento che la prestazione, avendo titolo in un contratto valido ed efficace, è in quel frangente dovuta; dall'altro, lo stato di mala fede, cioè di conoscenza dell'obbligo restitutorio, insorgerà normalmente in un momento successivo[54], al più tardi in quello della domanda[55]: in seguito a tale atto del *solvens*, l'*accipiens* non può, infatti, disconoscere che il pagamento non è dovuto[56].

Occorre poi chiarire quale sia l'oggetto dell'obbligazione restitutoria accessoria *ex* art. 2033 c.c. e quali tra le utilità scambiate tra intermediario e cliente vi rientrino: questione che, ancora una volta, è riflesso del problema della trasposizione della disciplina dell'indebito nel contesto post-contrattuale.

Il tema è stato specificamente affrontato nella sentenza dell'8 gennaio 2025, che ha

50 C. CASTRONOVO, *op. cit.*, 807-809.

51 Il fatto che la buona fede sia soggettiva implica che essa è presunta, e che, quindi, chi invoca la mala fede altrui deve provarla: tale prova deve avere per oggetto la consapevolezza, da parte dell'*accipiens*, del fatto che il pagamento non era dovuto oppure una sua colpa grave nell'esserne inconsapevole.

52 Cfr. Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.4; Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 15. In dottrina cfr. E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, *cit.*, 152, e C. CASTRONOVO, *op. cit.*, spec. 810-812, per il quale il criterio che fa leva sulla distinzione tra non conoscenza e conoscenza dell'obbligo di restituire, adottato dall'art. 2038 c.c. per regolare la fattispecie dell'alienazione della cosa ricevuta indebitamente, è l'unico al quale si può fare capo per disciplinare le restituzioni da risoluzione.

53 M. MAGGIOLO, *op. cit.*, 514.

54 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 15, ove si porta l'esempio del mutuo oneroso, rispetto al quale è escluso che, a fronte dell'intercorsa risoluzione, il mutuante sia esonerato, in quanto in buona fede al momento del pagamento, dal restituire gli interessi ricevuti prima della proposizione della domanda.

55 In base a Cass., Sez. Un., 13 giugno 2019, n. 15895, in *DeJure*, l'espressione «dal giorno della domanda», contenuta nell'art. 2033 c.c., comprende anche gli atti stragiudiziali aventi valore di costituzione in mora *ex* art. 1219 c.c.: è, infatti, incontestabile che l'*accipiens* acquisti consapevolezza dell'obbligo di restituzione fin dal momento in cui il *solvens* gliene faccia richiesta stragiudiziale.

56 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 16.

riletto in modo inedito la fattispecie in esame[57].

La Corte ha chiarito che la regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c. non può valere per utilità che, pur avendo natura di frutti o di interessi, sono state ricevute in forza del contratto: queste, infatti, sono oggetto di prestazione contrattuale e, come tali, devono essere integralmente restituite, come previsto dalla prima parte della norma[58].

La regolamentazione dei frutti e degli interessi di cui all'art. 2033 c.c. va, quindi, riferita ai frutti e agli interessi che maturano per legge in relazione al bene o alla somma di denaro oggetto di ripetizione, ossia ai frutti naturali e civili che la *res* prestata indebitamente abbia prodotto e agli interessi (di natura compensativa) che siano maturati sulla somma indebitamente riscossa[59].

Poste queste precisazioni, il Collegio ha osservato che, nella fattispecie in esame, le somme ricevute dagli investitori a titolo di cedole, pur avendo natura di frutti civili (*rectius* di utilità ritratte sulla base dei titoli acquistati), rientrano nella previsione di cui alla prima e non alla seconda parte dell'art. 2033 c.c., in quanto sono attribuzioni patrimoniali effettuate in esecuzione di obblighi discendenti dal contratto di investimento. Invero, nel caso della negoziazione per conto proprio e per conto terzi l'intermediario, dopo aver procurato al cliente il prodotto finanziario, provvede ad accreditargli periodicamente le cedole portanti la maturazione dei guadagni dell'investimento[60]. Dunque, poiché la corresponsione delle cedole altro non è che il risultato dell'esecuzione di una prestazione contrattuale, una volta che il contratto di investimento venga meno con effetto *ex tunc*, tali somme risultano ingiustificatamente ritenute da parte dei clienti, i quali, dunque dovrebbero restituirle integralmente, ai sensi della regola posta dalla prima parte dell'art. 2033 c.c., che accorda al *solvens* il diritto di ripetere ciò che ha pagato[61].

Il diritto dell'intermediario all'integrale restituzione delle cedole riscosse dall'investitore non è pertanto discutibile, costituendo una diretta conseguenza della pronuncia-

57 L'indirizzo inaugurato si è consolidato in numerose pronunce successive: oltre a Cass., 18 febbraio 2025, cit., si v. Cass., 14 febbraio 2025, n. 3762, in *DeJure*; Cass., 29 aprile 2025, n. 11239, *ivi*; Cass., 22 ottobre 2025, n. 28215, *ivi*; Cass., 3 novembre 2025, n. 29023, *ivi*; nonché, in tema di nullità del contratto di investimento, Cass., 22 gennaio 2025, n. 1614, *ivi*; Cass., 14 febbraio 2025, n. 3761, *ivi*.

58 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 12: «per le prestazioni contrattuali, quale che sia la qualificazione giuridica di ciò che ne costituisce oggetto (e quindi anche se si tratti di frutti o interessi contrattualmente dovuti), opera di regola [...] l'obbligo restitutorio discendente dall'effetto retroattivo della risoluzione».

59 Cfr. Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 12; Cass., 14 febbraio 2025, n. 3761, cit., § 4.1.3; Cass., 14 febbraio 2025, n. 3762, cit., § 5.1.

60 Si v. Cass, 8 gennaio 2025, cit., § 20.

61 Stessa cosa vale nel caso di nullità del contratto di investimento, in base a quanto riferito da Cass., 22 gennaio 2025, cit., e da Cass., 14 febbraio 2025, n. 3761, cit., § 4.1.4.

ta risoluzione del contratto, in base al combinato disposto degli artt. 1458 e 2033 c.c. Argomentare diversamente significherebbe sovrapporre tra loro le regole contenute nell'art. 2033 c.c., con conseguente compromissione della stessa portata della risoluzione[62].

Deve, pertanto, ritenersi che, in caso di risoluzione di un contratto di acquisto di prodotti finanziari, l'intermediario sia tenuto a restituire all'investitore il capitale ricevuto per l'operazione di investimento e che, corrispettivamente, l'investitore sia tenuto a restituire all'intermediario le somme incassate nel corso del rapporto a titolo di cedole, nonché i titoli laddove ancora in essere.

Tale lettura risulta preferibile rispetto a quella seguita dall'orientamento giurisprudenziale precedente, perché più aderente alla dinamica dell'operazione di investimento, nell'ambito della quale è pacifico che, così come il trasferimento dei titoli, anche la corresponsione delle cedole viene effettuata in esecuzione degli accordi intercorsi tra intermediario e cliente.

5. (Segue) – b) il problema della rilevanza dello stato soggettivo dell'accipiens indebiti

In base alla ricostruzione della Corte, recepita anche dalla sentenza in commento[63], la circostanza relativa alla buona fede dell'*accipiens* non può incidere sulla restituzione delle cedole, atteso che queste sono frutti civili percepiti in forza del contratto e non maturati per legge in seguito all'acquisto dei titoli.

Tale circostanza viene, però, in rilievo allorché si passi a considerare la diversa questione del calcolo degli interessi sulle somme che le parti devono rispettivamente riconoscersi per effetto della risoluzione del contratto di investimento (rispettivamente, l'intermediario la somma ricevuta a titolo di capitale e il cliente i titoli e le somme portate dalle cedole *medio tempore* incassate).

Proprio a questo proposito, la Corte ha osservato che l'applicazione letterale dell'art. 2033 c.c., che fa dipendere la decorrenza dell'obbligazione restitutoria accessoria dallo stato soggettivo dell'*accipiens*, potrebbe condurre ad un disallineamento tra le posizioni delle parti[64].

L'investitore potrebbe, infatti, essere tenuto a restituire l'intero ammontare del rendimento ritratto dai titoli ricevuti, senza essere simmetricamente remunerato con ri-

62 Cfr. Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 12 e Cass., 29 aprile 2025, cit., § 7.

63 Cfr. Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.4, ove si riporta il seguente principio di diritto: «In caso di risoluzione del contratto per inadempimento, la regola posta dall'art. 2033 c.c. in tema di ripetizione dell›indebito quanto alla spettanza di frutti e interessi non riguarda i frutti e gli interessi previsti dal contratto, che, ove recepiti, costituiscono attribuzioni patrimoniali integralmente passibili di restituzione in ragione della retroattività della risoluzione prevista dall'art. 1458 c.c., ma i frutti e gli interessi che maturano per legge in relazione al bene o alla somma di denaro oggetto di ripetizione».

64 Cfr. Cass., 8 gennaio 2025, cit., §12.

guardo alla somma pagata per procurarseli. Tale remunerazione si identifica, infatti, negli interessi maturati sul capitale indebitamente versato, i quali sono senz'altro dovuti in base alla regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c., e dunque con decorrenza dalla costituzione in mora, salvo che l'*accipiens* fosse in mala fede, cioè sapesse di dover restituire la prestazione ricevuta. Si è visto, però, che nel caso della risoluzione del contratto questa condizione è normalmente assente, dal momento che, a tacere della presunzione di buona fede, chi riceve la prestazione la riceve in esecuzione di un contratto che in quel momento è pienamente efficace.

In casi come questo, la concorrente applicazione delle due regole poste dall'art. 2033 c.c., come sopra illustrate, genererebbe uno squilibrio: l'investitore sarebbe, infatti, tenuto a restituire tutte le cedole percepite in forza del contratto, ma avrebbe diritto a ricevere solo una parte degli interessi maturati sulla somma da lui pagata, in quanto l'intermediario sarebbe tenuto a restituirli solo dal momento della costituzione in mora. Di conseguenza, nel tempo che va dal momento in cui il rapporto comincia ad avere attuazione a quello della costituzione in mora, l'intermediario si approprierebbe sia degli interessi sulla somma a lui versata, sia dei rendimenti del titolo negoziato.

La Corte riconosce che un simile inconveniente può prodursi anche nell'ipotesi in cui «sia i frutti che gli interessi siano regolati dall'art. 2033 c.c.»[65], dunque anche ove si aderisca alla tesi secondo cui le somme portate dalle cedole soggiacciono alla regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c. Anche in questo caso, nell'evenienza di opposti esiti dell'accertamento circa lo stato soggettivo dei due *accipientes*, l'applicazione *de plano* di tale regola può dare luogo ad una sperequazione fra la posizione dei contraenti[66]. Può, infatti, accadere che, da un lato, l'intermediario sia tenuto a corrispondere gli interessi sin dal momento del pagamento indebito, in ragione di una sua mala fede in ipotesi dimostrata dal cliente e, dall'altro, il cliente non sia tenuto a restituire gli importi corrispondenti alle cedole maturate o ad altri redditi prodotti dagli strumenti finanziari prima della domanda giudiziale, in ragione della sua buona fede o del mancato superamento della relativa presunzione da parte dell'intermediario. Si consideri, peraltro, che, generalmente, è proprio il cliente ad impugnare il contratto concluso con l'intermediario, tipicamente dopo che l'investimento si rivela rovinoso: ciò fa sì che, nella normalità dei casi, non ci siano frutti maturati dopo la domanda che il cliente possa restituire[67]. Non vi è dubbio che, nell'assetto appena descritto, si profila una *over-compensation* del cliente, il quale ottiene due volte la remunerazione del capitale che gli deve essere restituito. La remunerazione gli deriva, anzitutto, dalla restituzione degli interessi maturati a far data dall'investimento, e, inoltre, dall'ulteriore reddito ricavato dallo stesso capitale, costituito dai frutti prodotti dagli strumenti finanziari con esso acquistati sino al momento della domanda di restituzione dei titoli da parte dell'intermediario, che egli

65 Cass., 8 gennaio 2025, cit., §12.

66 Simili considerazioni si rinvengono in E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 176-180.

67 M. Maggiolo, *op. cit.*, 514.

tratterrebbe in virtù della propria buona fede[68].

In entrambi i casi considerati, la situazione di squilibrio tra le posizioni delle parti che viene a crearsi in seguito all'applicazione della regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c. discende dal fatto che la disciplina dell'indebito è concepita con riferimento ad una isolata prestazione non dovuta e non al contratto a prestazioni corrispettive.

6. (Segue) – c) la funzione ripristinatoria dei rimedi demolitori e il divieto di ingiustificati arricchimenti

Consapevole delle criticità che possono discendere da un'applicazione rigida della disciplina dell'indebito alle restituzioni contrattuali, il Collegio ha ritenuto di seguire la proposta ricostruttiva secondo cui, fermo restando che il rinvio alle norme sull'indebito posto in calce a diverse disposizioni costituisce un'indicazione di principio da cui non si può prescindere del tutto, occorre evitare un'applicazione letterale di tali norme, laddove queste dovessero confliggere con le peculiarità proprie del rimedio azionato e delle conseguenti restituzioni. Di qui l'idea di una rilettura della disciplina dell'indebito finalizzata a renderne possibile un'applicazione compatibile con le speciali esigenze delle restituzioni contrattuali, nonché con la *ratio* dei rimedi ad esse presupposti[69].

Una simile operazione presuppone, da un lato, che non vi sia una netta cesura tra l'esercizio dell'impugnativa negoziale e le restituzioni a questa conseguenti, le quali, anzi, vengono a costituire parte integrante del rimedio che ne costituisce l'antecedente logico; dall'altro, che vi sia una conseguente revisione del modo di pensare alla disciplina dell'indebito quale istituto che interviene a regolare le restituzioni contrattuali: un regime che, anziché rispondere ad una logica autonoma, può adattarsi alla natura e alla funzione del rimedio presupposto[70].

Ebbene, posto che la risoluzione, così come altre cause che determinano la caducazione del contratto, comporta il venir meno del titolo con efficacia *ex tunc*, la Corte ritiene che la disciplina delle restituzioni contrattuali debba essere coerente con questo aspetto[71]. Con specifico riguardo alla fattispecie risolutoria, diviene, dunque, di centrale importanza chiarire come la retroattività della pronuncia di risoluzione interagisca

68 M. MAGGIOLO, *op. cit.*, 515.

69 Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.3.

70 L'ipotesi è già stata avanzata in dottrina: cfr. M. DELLACASA, *op. cit.*, 1123-1124; E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 419 ss. e 449 ss., e L. GUERRINI, *op. cit.*, 74 ss. e 161 ss.

71 Cass., 18 febbraio 2025, § 3.3.: «se il contratto cade, la regola è quella delle reciproche restituzioni sulla base delle stesse nozioni di nullità, annullabilità, risoluzione, rescissione o condizione, le quali comportano l'inefficacia *ex tunc*, occorrendo dunque in questa prospettiva evitare un'applicazione letterale e asistematica della disciplina sul pagamento indebito».

con la disciplina della ripetizione dell'indebito[72]: a tal proposito, il quesito che si è posto è se le regole stabilite dall'art. 2033 c.c. trovino coniugazione con l'art. 1458 c.c., che dispone che la pronuncia di risoluzione ha carattere retroattivo tra le parti, oppure se subiscano deroghe in ragione di tale peculiarità della fattispecie risolutoria[73].

Il *focus* del discorso si sposta, quindi, sul carattere della retroattività: aspetto rispetto al quale la dottrina non ha assunto un orientamento univoco. Le immagini teoriche più note si riassumono, da una parte, nella formula della retroattività "in senso forte" e, dall'altra, in quella della retroattività "in senso debole", con conseguenti diverse ripercussioni in punto di applicabilità della disciplina dell'indebito[74].

In base alla prima ipotesi ricostruttiva, l'enunciato sulla retroattività implica l'idea di un totale azzeramento del rapporto contrattuale ed «avrebbe la forza di autonomamente imporre all'*accipiens* [...] l'obbligo di restituire frutti e interessi sin dal giorno del pagamento»[75], con conseguente irrilevanza degli artt. 1148 e 2033 c.c. Sicché, secondo questa teoria, sarebbe la stessa statuizione risolutoria a determinare, come conseguenza, l'obbligo, per l'*accipiens*, di restituire, oltre alla prestazione ricevuta, tutti i frutti prodotti dalla cosa o gli interessi maturati sulla somma oggetto della *solutio*, a nulla rilevando il suo stato di buona o di mala fede al momento della ricezione della prestazione[76].

Viceversa, nella seconda ipotesi[77], la retroattività non implica l'idea di un azzeramento del rapporto contrattuale, ma è intesa come una semplice tecnica giuridica finalizzata a creare una realtà il più possibile vicina a quella che si sarebbe verificata se gli effetti del contratto non si fossero prodotti[78]. In quest'ottica, il congegno della retroattività è ciò che giustifica i reciproci obblighi restitutori tra le parti: una volta risolto il contratto, l'obbligo di restituire quanto ricevuto deriva dal sopravvenuto venir meno del fondamento giustificativo della prestazione[79]. Di qui si individua nella ripetizione dell'indebito

72 Tale passaggio è indicato chiaramente in Cass., 8 gennaio 2025, *cit*., § 9, da cui si cita. Che il fulcro del problema delle restituzioni sia dato proprio dall'interazione tra il carattere retroattivo della risoluzione e la disciplina dell'indebito emerge anche dalle considerazioni di G. Amadio, *La fattispecie risolutoria*, in *Lezioni di diritto civile*, Torino, 2024, 63 ss.; v. anche Id., *La risoluzione per inadempimento: considerazioni generali*, in V. Roppo, *Tratt. del contratto*, V, *Rimedi* – 2, Milano, 2022, 13.

73 Cfr. Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 9.

74 Cfr. A. Belfiore, voce *Risoluzione del contratto per inadempimento*, in *Enc. Dir.*, XL, Milano, 1989, 1328, nonché Id., *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, in *Scritti in onore di Giuseppe Auletta*, II, Milano, 1988, 243 ss.

75 A. Belfiore, voce *Risoluzione del contratto per inadempimento*, cit., 1328.

76 Si v. A. Belfiore, *Risoluzione per inadempimento*, cit., 276 ss.

77 È la tesi più seguita in dottrina: si v. M. Libertini, *op. cit*., 115; R. Sacco, *Il contratto*, in *Tratt. Vassalli*, VI, t. 2, Milano, 1975, 944 ss.; E. Moscati, *Pagamento dell'indebito*, cit., 117 nt. 43, 118 ss.; U. Breccia, *Il pagamento dell'indebito*, in *Tratt. Rescigno*, *Obbligazioni e contratti*, IX, t. 1, Torino, 1984, 774 ss.; A.M. Bruni, *op. cit*., 182 ss.

78 E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, *cit*., 340.

79 E. Roppo, *Il contratto*, cit., 949; R. Sacco e G. De Nova, *Il contratto*, cit., 669.

il meccanismo che ne consente la rimozione[80].

Anche i precedenti della Corte non restituiscono responsi uniformi sul tema dell'interazione tra retroattività della pronuncia di risoluzione e ripetizione dell'indebito. In alcune pronunce il Collegio ha affermato che le obbligazioni restitutorie che si generano in seguito alla risoluzione del contratto sono governate dalle norme sull'indebito non altrimenti derogate[81]. In altre occasioni, muovendo dal presupposto per cui la risoluzione, salvo il caso dei contratti ad esecuzione continuata e periodica, produce un effetto recuperatorio *ex tunc*, la Corte ha affermato che gli interessi legali sono dovuti in ogni caso a decorrere dal giorno del pagamento: una soluzione che, pur senza aderirvi *ex professo*, appare vicina all'idea della retroattività in senso forte[82].

Diversamente da quanto accaduto in precedenza, la pronuncia in esame e, in modo ancor più netto, la sentenza di gennaio ivi richiamata sottendono una determinata nozione di retroattività. La Corte ha, infatti, preso le distanze dalla dottrina della retroattività in senso forte, per aderire alla formula della retroattività in senso debole, ritenuta più coerente con la disciplina positiva della risoluzione per inadempimento[83]. Tale impostazione è condivisibile, atteso che la retroattività *ex* art. 1458 c.c. non determina la cancellazione dell'intero contratto dalla realtà giuridica, ma solo di quella porzione del suo contenuto da cui deriva il trasferimento o la nascita delle situazioni giuridiche che ne sono l'oggetto, nonché lo scambio di valori economici[84]. Questo concetto di retroattività rende, inoltre, ragione del rilievo secondo cui, nonostante l'art. 1458 c.c. non faccia espresso richiamo agli artt. 2033 ss. c.c. (a differenza dell'art. 1463 c.c.), anche nel caso della risoluzione per inadempimento le restituzioni sono in linea di principio governate dalle norme sull'indebito[85]: l'intervento di detta disciplina sarebbe, infatti, superfluo se la statuizione risolutoria fosse in grado di determinare in via autonoma gli obblighi restitutori, come postulato dalla teoria della retroattività in senso forte. Quanto detto trova conferma nell'affermazione secondo cui «accertata la mancanza di una

80 Cfr. A. BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, cit., 246.

81 Cfr. Cass. 20 marzo 2018, n. 6911; Cass. 14 settembre 2004, n. 18518; Cass. 27 ottobre 2008 n. 25847; Cass. 2 agosto 2006, n. 17558, ove si è affermato che, se l'obbligo restitutorio ha per oggetto somme di denaro, l'*accipiens* è tenuto a restituirle assieme agli interessi calcolati dal giorno della domanda di risoluzione, salvo che fosse in mala fede.

82 Così, in tema di compravendita: Cass. 16 marzo 2017, n. 6844, in *DeJure*; Cass. 5 novembre 2015, n. 22664*ivi*; Cass. 19 ottobre 2015, n. 21120, *ivi*; Cass. 18 settembre 2014, n. 19659, *ivi*; Cass. 22 febbraio 2008, n. 4604, *ivi*.

83 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 11.

84 Cfr. E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 357-358.

85 Non avrebbe senso immaginare che la risoluzione per inadempimento e quella per impossibilità sopravvenuta siano diversamente governate quanto agli obblighi restitutori, tanto più che l'art. 1458 c.c. implicitamente li configura allorché prevede che la risoluzione abbia, di regola, effetto retroattivo tra le parti, effetto da cui discende il venir meno dell'attribuzione patrimoniale e, quindi, il delinearsi del "pagamento non dovuto" di cui all'art. 2033 c.c.: cfr. Cass., 8 gennaio 2025, cit., §§ 8 e 11, nonché Cass. 18 febbraio 2025, cit., § 3.3.

causa adquirendi, in ragione della risoluzione del contratto per inadempimento, l'azione accordata dalla legge per ottenere la restituzione di quanto prestato in esecuzione del contratto stesso è quella di ripetizione di indebito oggettivo»[86].

In questo quadro concettuale si colloca l'ipotesi di lavoro posta dal caso di specie, cioè la valutazione di congruenza delle regole che informano la disciplina del pagamento dell'indebito rispetto alla funzione recuperatoria sottesa al rimedio azionato.

Ebbene, quanto alla regola posta dalla prima parte dell'art. 2033 c.c., *nulla quaestio*: l'obbligo di restituire quanto è stato oggetto delle reciproche prestazioni, qualunque sia la sua qualificazione giuridica, è coerente con la rimessione in pristino *inter partes* cui conduce la retroattività *ex* art. 1458 c.c.: si tratta, infatti, di utilità che le parti, in assenza del contratto, non avrebbero conseguito[87]. Ciò conferma l'obbligo di integrale restituzione delle cedole postulato dalla ricostruzione poc'anzi illustrata.

Viceversa, si è visto come la regola sulla restituzione di frutti e interessi possa condurre, se applicata letteralmente, ad un disallineamento tra i rendimenti di quanto è stato oggetto delle contrapposte prestazioni[88]. Ciò può accadere sia se si ritenga che oggetto dell'obbligazione restitutoria accessoria *ex* art. 2033 c.c. siano solo gli interessi sulle somme che le parti devono riconoscersi per effetto della risoluzione del contratto di investimento, sia se si ritenga che anche le cedole siano oggetto di tale obbligazione. Invero, in entrambe le ipotesi prese in considerazione, una parte lucra, ai danni dell'altra, un utile che non avrebbe conseguito ove il contratto avesse avuto regolare esecuzione: una conseguenza incompatibile non solo con la *ratio* della risoluzione per inadempimento, ma anche con il generale divieto di ingiustificati arricchimenti.

È, infatti, evidente che la risoluzione non può attribuire ad alcuna delle parti un vantaggio superiore a quello che le sarebbe derivato dall'esatta esecuzione del contratto: il riconoscimento di un simile beneficio conferirebbe alla ripetizione dell'indebito una connotazione premiale e, simmetricamente, afflittiva che va ben oltre la posizione di vantaggio riconosciuta all'*accipiens* in buona fede. Senza contare il fatto che la disciplina del pagamento dell'indebito è sempre stata pensata come applicazione particolare del più generale divieto di arricchirsi senza giusta causa[89].

Perciò è apparso opportuno introdurre un correttivo, che consiste nel coniugare l'obbli-

86 Cfr. Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.4; Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 19.

87 Cfr. Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 12: «Il coordinamento tra l'art. 1458 c.c. e l'art. 2033 c.c. impone, allora, una prima conclusione. Per le prestazioni contrattuali, qualunque sia la qualificazione giuridica di ciò che ne costituisce oggetto [...], opera, di regola, l'obbligo restitutorio discendente dall'effetto retroattivo della risoluzione».

88 Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 17.

89 L'inserimento dell'istituto nella categoria dei quasi-contratti nel codice previgente si spiegava in ragione del fatto che la formula del quasi-contratto sottendeva il principio dell'equivalenza dei sacrifici per le sfere patrimoniali implicate nello spostamento di beni: cfr. P. Rescigno, *op. cit.*, 1225.

go di integrale restituzione dei frutti con quello di corrispondere gli interessi a far data dal pagamento della somma oggetto di ripetizione.

Il Collegio ha, così, affermato il principio di diritto secondo cui «la disciplina della ripetizione dell'indebito non può implicare ingiustificati arricchimenti di una parte ai danni dell'altra, onde è escluso che, a fronte dello scambio di un bene fruttifero con una somma di denaro, frutti e interessi non possono avere diversa decorrenza»[90]. Sicché, risolto il contratto per inadempimento, in presenza di un obbligo restitutorio avente ad oggetto titoli e cedole quali attribuzioni patrimoniali dipendenti dalle pattuizioni intercorse tra intermediario e cliente, gli interessi sulla somma capitale corrisposta da quest'ultimo devono essere restituiti a far data dal versamento, a prescindere dallo stato soggettivo dell'intermediario.

Anche ove si ritenga che le cedole costituiscano utilità da corrispondere ai sensi della regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c., il medesimo principio interverrebbe ugualmente a riequilibrare le posizioni dei contraenti nell'ipotesi di sperequazione che si genera ove il cliente risulti in buona fede e l'intermediario in mala fede: entrambe le parti sarebbero, infatti, tenute a restituire, rispettivamente, cedole e interessi dalla data del pagamento.

Ciò, di fatto, si traduce in una disapplicazione della regola posta dalla seconda parte dell'art. 2033 c.c., in quanto gli esiti cui questa conduce, con riferimento al caso in esame, sono in contrasto con la funzione recuperatoria sottesa alla risoluzione per inadempimento, nonché al generale divieto di arricchimento senza causa[91]. Dunque, fermo restando che l'impugnativa negoziale dà luogo a restituzioni in linea di principio governate dalla disciplina dell'indebito, l'applicazione di tale disciplina nel caso concreto non può condurre ad un risultato confliggente con altra norma dell'ordinamento, qual è il generale divieto di arricchimento senza causa.

Può ritenersi, allora, che le restituzioni conseguenti alla risoluzione si uniformino a questo canone: non vi è, infatti, motivo per pensare che la vicenda risolutoria legittimi vantaggi che esulano dall'assetto di interessi immaginato dal legislatore per l'esecuzione

90 Cass., 18 febbraio 2025, cit., §§ 3.3 e 3.4, nonché Cass., 8 gennaio 2025, cit., § 19. Tale principio è sostenuto altresì dalla previsione di cui all'art. 1499 c.c., dalla quale si ricava l'argomento secondo cui, salvo diversa pattuizione, un contraente non può godere, per lo stesso arco di tempo, dei frutti del bene dedotto in contratto e degli interessi sulla somma corrisposta per conseguirlo.

91 Si tratta della soluzione già prospettata in dottrina da C. CASTRONOVO, *op. cit.*, 809 ss. A. LUMINOSO, *op. cit.*, 503; A. BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, cit., 330; E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 406 ss.; D. CARUSI, *Le obbligazioni nascenti dalla legge*, Napoli, 2005, 192 ss.; G. VILLA, *Danno e risarcimento contrattuale*, 950 ss.; M. DELLACASA e F. ADDIS, *Inattuazione e risoluzione: i rimedi*, 385; M. DELLACASA, *op. cit.*, 1148, per il quale tale soluzione è coerente con l'efficacia retroattiva tra le parti che accomuna sia i rimedi che reagiscono a un vizio genetico del contratto, sia la risoluzione per inadempimento, ove le restituzioni concorrono con il risarcimento del danno a proteggere l'interesse positivo del contraente deluso e, dunque, tendono a evitare che questi venga a trovarsi in una situazione deteriore rispetto a quella che si sarebbe verificata qualora il contratto fosse stato esattamente eseguito.

del contratto. Tale conclusione poggia sulla ricusazione di soluzioni che, attraverso la riallocazione dei valori economici regolati dal contratto ormai caducato, generino un sistematico arricchimento di una delle parti in danno dell'altra[92]; ricusazione che va ribadita con riguardo all'ipotesi del cumulo, in capo al medesimo contraente, dei rendimenti dei beni negoziati.

La soluzione della Corte è coerente con l'idea della retroattività in senso debole. Invero, tale nozione di retroattività non conduce necessariamente ad un'applicazione *de plano* della disciplina sull'indebito, né esclude una regola che imponga la reciproca restituzione di frutti e interessi dal momento del pagamento. Ciò che la teoria della retroattività in senso debole impone è di non recepire acriticamente soluzioni che costituiscono l'automatico corollario della finzione del ritorno allo *status quo ante*[93]; l'evocata prospettiva richiede, cioè, di non fondare la tesi per cui le norme sull'indebito non sono *tout court* applicabili alle restituzioni conseguenti alla risoluzione di un contratto per inadempimento unicamente sul carattere retroattivo della statuizione risolutoria.

La sentenza in commento si inserisce perfettamente in quest'ordine di idee, perché teorizza una parziale disapplicazione della disciplina dell'indebito sulla base non soltanto della regola della retroattività e della finalità della rimessione in pristino che si accompagnano alla scelta della risoluzione[94], ma anche del generale divieto di ingiustificati arricchimenti, nonché dall'esigenza di ricomporre l'equilibrio sinallagmatico compromesso dall'inadempimento. L'integrale restituzione di frutti e interessi rientra, cioè, in quella operazione ortopedica che ha a necessario presupposto la ricostruzione dell'assetto patrimoniale progettato dal contratto. Peraltro, questo risultato è coerente anche con il criterio *accessorium sequitur principali*. Dunque, laddove debbano essere restituite le prestazioni principali, lo saranno in linea di principio anche i frutti e gli interessi, fin dall'inizio, da parte di entrambi i contraenti, indipendentemente dallo stato soggettivo e dall'imputabilità dell'inadempimento[95].

Tutto quanto finora detto è racchiuso nel principio secondo cui la disciplina di cui agli artt. 2033 ss. c.c. si applica alle restituzioni contrattuali, ma solo nella misura e nel limite in cui essa sia compatibile con le medesime e con le relative peculiarità, trattandosi

92 L'esclusione del diritto delle parti di conseguire profitti ingiustificati in ragione della caducazione del contratto si ricava anche da Cass., 12 febbraio 2019, n. 3971, in *DeJure*, nonché, da ultimo, Cass., 16 dicembre 2024, n. 32696, *ivi*: va infatti letta in tal senso l'affermazione secondo cui, in caso di nullità del contratto di locazione, ciascuna delle parti ha diritto di ripetere la prestazione eseguita, ma chi abbia già usufruito del godimento della *res* non può ottenere la restituzione di quanto versato a titolo di corrispettivo per tale godimento.

93 E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, *cit.*, 360-361.

94 Cfr. Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.3. In dottrina, si v. E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 407, spec. nt. 225, ove ulteriori riferimenti.

95 Cfr. E. Bargelli, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 408-409.

di reciproche restituzioni e non di mere prestazioni isolate[96].

6. Osservazioni conclusive. Postilla.

Il caso della risoluzione per inadempimento dei contratti di investimento ha imposto un ripensamento ad ampio raggio del tema delle restituzioni contrattuali: tema più volte frequentato dai giudici di legittimità, tuttavia senza mai addivenire ad una sistematicità dei risultati raggiunti.

Dall'esame analitico della prassi giurisprudenziale emerge, infatti, un quadro frastagliato delle soluzioni effettivamente adottate. Per un verso, si è constatato come molti precedenti in materia di risoluzione per inadempimento siano caratterizzati da uno scarto tra i principi di diritto riportati nelle massime – per i quali all'attivazione di un rimedio demolitorio consegue, di regola, l'attivazione della tutela restitutoria, governata dalle norme sull'indebito – e le soluzioni fornite dai giudici alle singole questioni applicative affrontate, spesso caratterizzate da una totale disapplicazione di tale regime. Per altro verso, nei casi di risoluzione dei contratti di investimento, rispetto ai quali la Corte ha, invece, per lungo tempo seguito un orientamento lineare e coerente con l'impostazione tradizionale del tema delle restituzioni contrattuali, la prassi applicativa ha evidenziato come l'applicazione *tout court* della disciplina dell'indebito possa rivelarsi problematica.

Tale presa di coscienza è alla base del *revirement* operato dalla Suprema Corte nella sentenza in commento, che segna l'abbandono dell'idea secondo cui le restituzioni contrattuali costituiscono un'ipotesi particolare di indebito oggettivo in favore della tesi, già seguita da parte della dottrina, secondo cui dette restituzioni presentano peculiarità proprie di cui non si può non tener conto nel momento in cui si tratta di individuare la relativa disciplina.

L'indirizzo inaugurato dal Collegio interessa non soltanto per la sua novità, ma anche per la presenza di un apparato dottrinale capace di giustificare l'inedita impostazione del problema delle restituzioni contrattuali. In particolare, è significativa l'adesione alla teoria della retroattività in senso debole, alla luce della quale risulta possibile non far dipendere la determinazione del *dies a quo* dell'obbligo di corrispondere frutti e interessi dallo stato soggettivo di buona o mala fede dell'*accipiens* senza affrancarsi completa-

96 Cass., 18 febbraio 2025, cit., § 3.3: «In sintesi, pertanto, nelle ipotesi di caducazione del negozio la disciplina del pagamento dell'indebito si applica [...], ma il rinvio può essere in via interpretativa inteso come "in quanto compatibile", trattandosi di reciproche restituzioni e non di mere prestazioni isolate».

mente dalla disciplina dell'indebito[97].

Dunque, anche nel nuovo orientamento giurisprudenziale l'istituto del pagamento dell'indebito è quello cui guardare in prima istanza ove si tratti di disciplinare le restituzioni contrattuali, atteso che le norme che regolano i rimedi demolitori vi si richiamano talora espressamente (come nel caso della nullità o della risoluzione per impossibilità sopravvenuta), talora implicitamente (come nel caso della risoluzione per inadempimento).

Si ammette, però che, nel momento in cui viene utilizzata a questo fine, la disciplina dell'indebito non possa sempre essere applicata in modo letterale, ma richieda, talora, degli adattamenti finalizzati a far sì che, anche nella fase post-contrattuale, siano rispettati i due principi cardine della tutela restitutoria, che sono il principio della rimessione in pristino e il divieto di ingiustificati arricchimenti. Si è visto, infatti, che l'applicazione *de plano* delle regole dettate dall'art. 2033 c.c. non sempre consente di raggiungere tale risultato; e ciò si deve al fatto che la disciplina dell'indebito è stata concepita con riferimento all'ipotesi di isolate prestazioni non dovute e non con riferimento ad uno scambio di prestazioni. Il rispetto dei principi cardine della tutela restitutoria, riconducibili a specifiche norme dell'ordinamento, segna, dunque, il limite e la misura in cui la disciplina dell'indebito può essere disapplicata. La possibilità di introdurre deroghe alla disciplina dell'indebito non è dunque generalizzata, ma soggetta a specifiche e stringenti condizioni. Così circoscritto, il canone della Corte risulta sistematicamente coerente.

La possibilità di disapplicare, sia pur parzialmente, le regole poste dall'art. 2033 c.c. mette in discussione il carattere monolitico dell'indebito oggettivo, segnando un decisivo cambiamento di prospettiva nel modo di pensare alla disciplina dell'istituto: un regime che, anziché rispondere ad una logica autonoma, può essere modulato in ragione dello specifico contesto di utilizzo. Ciò consente di pensare alle restituzioni contrattuali come parte del rimedio che ne costituisce l'antecedente logico. Ci si avvicina, così, ad una prospettiva rimediale, nel senso più proprio del termine, ossia quello per cui il rimedio è espressione di una regola di flessibilità del contratto, diretta a «ricomporre l'ordine contrattuale, sia in senso positivo che negativo e cioè sia nel senso di recuperarne gli effetti [...] come di evitare che il contratto dissolto lasci sul campo arricchimenti ingiustificati»[98].

97 Anche la teoria della retroattività forte ha quale corollario un regime restitutorio che implica l'integrale restituzione non solo delle prestazioni eseguite in forza del contratto, ma anche dei frutti e degli interessi maturati in seguito alla *solutio* fin dal giorno del pagamento. In questo caso, però, ciò dipende dal totale affrancamento dalla disciplina dell'indebito che tale teoria predica; aspetto che, tuttavia, non collima con la disciplina positiva della risoluzione per inadempimento, come illustrato sopra al par. 6. Associa la soluzione della restituzione bilaterale ed integrale dei frutti e degli interessi, fin dall'origine, alla prospettiva della retroattività forte A. Belfiore, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, cit., 261 ss.

98 A. Di Majo, *Il regime delle restituzioni contrattuali*, cit., 534.

Infine, i principi affermati dalla Corte sono di fondamentale importanza anche perché appaiono applicabili anche ai casi in cui si discuta di ripetizione di prestazioni indebite in quanto *ab origine* prive di causa per effetto della nullità del contratto[99]. Ed allora non si può non accennare, in chiusura al presente lavoro, al problema che può profilarsi a mente del diverso regime restitutorio già da tempo prospettato dalle Sezioni Unite della Corte per l'ipotesi del contratto di investimento nullo. Si tratta, infatti, di un regime restitutorio unilaterale, che confligge con il canone enucleato nella pronuncia in commento poiché esclude in radice la possibilità per l'intermediario di agire per la ripetizione dell'indebito[100]. Il contrasto tra i due orientamenti giurisprudenziali comporta evidenti criticità: non solo rimedi demolitori che comportano entrambi la caducazione del contratto con effetto *ex tunc* sarebbero diversamente disciplinati in punto di restituzioni, ma, addirittura, alla nullità del contratto di investimento sarebbero riconducibili due regimi restitutori sensibilmente diversi tra loro. Ulteriori valutazioni nel merito del problema richiederebbero considerazioni di portata tale da rendere inevitabile il rinvio alla riflessione futura. Appare, però, fin d'ora evidente che, grazie agli approdi raggiunti dalla Suprema Corte nelle pronunce esaminate, il dibattito in materia di restituzioni contrattuali conoscerà ulteriori e significativi sviluppi.

99 Cfr. Cass., 22 gennaio 2025, cit., nonché da Cass., 14 febbraio 2025, cit., § 4.1.2.

100 Cass., Sez. Un., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Foro it.*, 2020, 3, I, c. 934, ove la Corte ha affermato che il carattere relativo e protettivo della nullità in parola deve riflettersi in un altrettanto relativo rimedio restitutorio, nel senso che solo il cliente e non l'intermediario sarebbe legittimato ad attivarlo. Tale soluzione ha riscosso forti critiche in dottrina: si v. A. DALMARTELLO, *Conseguenze del giudizio di vessatorietà. Dalla post-vessatorietà alla condictio indebiti di protezione*, in questa Rivista, 2023, ; ID., *La nullità di protezione ex art. 23 t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, II, 32 ss.; S. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, *ivi*, II, 163 ss.; M. MAGGIOLO, op. cit., 510; G. PASSAGNOLI, *Analisi di un falso principio: nullità speciali e restituzione unilaterale*, in *Persona e mercato*, 2021, 262 ss.; nonché, volendo, F. CORLETTO, *Il problema della «nullità selettiva» tra fattispecie contrattuale e sistema delle invalidità negoziali*, in *Nuova giur. comm.*, 2024, II, 943 ss.