

DB non solo diritto bancario

leggi l'articolo nel sito www.dirittobancario.it

APPROFONDIMENTI

Art. 21c CRD VI e «other repayable funds»: requisito di succursale e ordinaria provvista sui mercati dei capitali

Novembre 2026

Paola Leocani, Ph.D. in Diritto Civile, Partner, Simmons & Simmons





Paola Leocani, Ph.D. in Diritto Civile, Partner, Simmons & Simmons

Paola Leocani

Paola Leocani è a capo del gruppo Debt Capital Markets presso la sede di Milano. Vanta quasi 30 anni di esperienza nella consulenza a clienti italiani e internazionali – società, istituzioni finanziarie e banche, enti sovrani e sovranazionali – in materia di operazioni su titoli e aspetti normativi relativi alle emissioni di debito, con particolare attenzione ai debutti e alle operazioni innovative.

Studio legale

Simmons & Simmons

SOMMARIO: 1. Premessa metodologica, posizione proposta e relativi argomenti. - 2. Il requisito di succursale nel Banking Package: origine, funzione prudenziale e rischi rilevanti. - 2.1. Dalla frammentazione dei regimi nazionali al requisito di succursale: finalità, sostanza organizzativa e vigilanza locale. - 2.2. Rischio imprenditoriale e dimensione sistemica quale fondamento della moderna disciplina bancaria. - 2.3. «Credit intermediation» e «maturity transformation»: articolazione dei presìdi e rilevanza locale. - 2.4. La posizione dell'EBA sulla funzione del requisito di succursale. - 3. «Altri fondi rimborsabili»: nozione di ente creditizio, attività bancaria, «credit intermediation» e «core banking services». - 3.1. Definizione soggettiva di ente creditizio e modello d'impresa bancaria. - 3.2. «Credit intermediation» e «maturity transformation» quale attività-rischio specificamente rilevante nel Banking Package. - 3.3. Evoluzione storica del contesto di utilizzo dell'espressione «other repayable funds»: dalla nozione di ente creditizio alle attività e ai servizi bancari. - 3.4. L'espressione «other repayable funds» nell'interpretazione letterale: articolo 4 del CRR, Allegato I della CRD e articolo 21c della CRD VI. - 3.5. «Other repayable funds» nelle fonti europee e nell'interpretazione tecnica e funzionale dell'EBA. - 4. Il confronto comparato, con particolare riguardo all'esperienza italiana. - 4.1. Modelli applicativi negli ordinamenti dell'Unione. - 4.2. La prassi italiana: autorizzazione al deposit-taking e obbligazioni bancarie. - 5. Sussidiarietà e complementarità dei presìdi propri della disciplina bancaria e dei mercati mobiliari. - 5.1. Self-placement, presìdi BRRD, obblighi di informativa e MiFID quale risposta della disciplina dei mercati mobiliari a esigenze prudenziali e di risoluzione. - 5.2. Product intervention delle autorità di vigilanza bancaria in merito a rischi sistemici generati da strumenti di mercato. - 6. Limiti oggettivi e soggettivi della nozione di «other repayable funds». - 6.1. Certificates e derivati cartolarizzati. - 6.2. Obbligazioni strutturate e strumenti non capital protected. - 6.3. Banche, holding e presupposto soggettivo del requisito di succursale.

Synopsis

L'articolo 21c CRD VI non dovrebbe trovare applicazione alle emissioni bancarie in ragione della loro mera rimborsabilità. Esso andrebbe riferito soltanto ai depositi e alle altre forme di provvista idonee a generare i rischi locali di liquidità, di deflusso e sistemici che il nuovo requisito di succursale è volto a presidiare. La sua introduzione, ed i connessi scrutinio preventivo, vigilanza prudenziale, obblighi,

vedi l'articolo online | **versione in inglese**

revoca e decadenza della relativa autorizzazione, nonché la sua applicabilità sia ai depositi sia ad altri fondi parimenti rimborsabili, sono tutti giustificati solo da caratteristiche di questi ultimi normalmente assenti in strumenti obbligazionari plain vanilla o strutturati (capital protected o meno). La distinzione incide direttamente sull'accesso ai mercati dei capitali europei da parte di emittenti bancari di Paesi terzi. Le emissioni ordinarie restano soggette ai presìdi propri di tali mercati, secondo una logica di complementarità tra disciplina bancaria e disciplina mobiliare, che tutela il risparmio bancario e l'investimento in funzione dei rispettivi rischi e attese. Nelle misure nazionali di attuazione esaminate non si ravvisano elementi che facciano prevedere un'estensione del requisito di succursale all'«ordinary capital market funding». In Italia, il superamento dello storico orientamento conservativo sarebbe coerente con la disciplina di attuazione e con i princìpi, anche costituzionali, dell'ordinamento, senza necessità di ulteriori interventi normativi. La rinnovata attenzione per la materia rende dunque necessario un esame approfondito della disciplina applicabile, che muova dalla portata dell'espressione «other repayable funds» e si collochi nel più ampio contesto del Banking Package, di cui la CRD VI costituisce parte integrante.

Executive Summary

Il diritto finanziario europeo non affida la tutela del risparmio — naturalisticamente inteso quale ricchezza o liquidità non destinata al consumo immediato — a un unico apparato regolamentare, ma la articola secondo forme tecniche coerenti con le sottese aspettative: da un lato, il risparmio in senso tecnico, funzionale alla statica conservazione e alla disponibilità della liquidità presso il sistema creditizio; dall'altro, l'investimento, quale forma dinamica di sua allocazione attraverso i mercati dei capitali, orientata alla ricerca di un rendimento e alla consapevole assunzione del rischio.

È su questa distinzione — da cui dipende il riparto dei presìdi, delle autorità e dei rimedi applicabili — che si innesta l'indagine sull'assoggettamento all'obbligo di succursale dell'emissione di obbligazioni bancarie e di strumenti generalmente incorporanti un obbligo di restituzione da parte di imprese di Paesi terzi, ai sensi dell'articolo 21c della CRD VI. Tale disposizione, parte integrante del Banking Package quale ultimo tassello attuativo del quadro prudenziale di Basilea III, subordina la prestazione di taluni «core banking services» — tra cui la raccolta di «depositi e altri fondi rimborsabili» — allo stabilimento di una succursale nello Stato membro interessato.

L'analisi storica, letterale, sistematica e funzionale del quadro normativo, delle soluzioni adottate negli Stati membri e delle indicazioni unionali, in particolare dell'EBA, aiuta a comprendere perché il legislatore abbia previsto lo stesso requisito di succursale e i relativi obblighi sia per i depositi sia per altri fondi parimenti rimborsabili. La mera rimborsabilità formale dell'ordinaria provvista sui mercati dei capitali («ordinary capital market funding») non consente, tuttavia, di giustificare in via automatica, tale equiparazione ai fini dell'articolo 21c. Gli eventuali rischi derivanti da tali tipologie di emissioni bancarie sono già efficacemente — e sono destinati a restare — governati dalla disciplina dei mercati dei capitali, anche attraverso i poteri di intervento attribuiti alle autorità di vigilanza a salvaguardia dell'integrità e della stabilità del sistema.

La CRD VI non ha modificato il dato letterale delle disposizioni preesistenti che già facevano riferimento agli «other repayable funds», dalla definizione di ente creditizio all'elenco delle attività di cui all'Allegato I della CRD. L'esigenza di riesaminare l'espressione non discende, dunque, da una modifica testuale, ma dal nuovo e oneroso effetto giuridico che l'articolo 21c vi collega: lo stabilimento di una succursale.

L'espressione compare anzitutto nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, lettera a), del CRR, che definisce l'ente creditizio quale impresa la cui attività consiste «nella raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili dal pubblico e nella concessione di crediti per conto proprio». Il considerando 14 della CRD conserva la ratio storica di una definizione ampia: prevenire l'elusione della disciplina bancaria ricomprendendo forme di raccolta diverse dai depositi, ivi inclusa «l'emissione continua di obbligazioni e altri titoli analoghi», impiegate per la concessione professionale del credito. Letta in tale contesto storico, anche la sentenza Romanelli della Corte di giustizia (C-366/97) riflette un approccio ampio alla portata dei fondi rimborsabili nella risalente disciplina bancaria. La formula disgiuntiva ricorre nell'articolo 9 della CRD, che riserva agli enti creditizi la raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili dal pubblico: al pari della definizione, si tratta di una norma anti-elusiva rivolta all'esercizio abusivo dell'attività bancaria.

La medesima espressione opera oggi nel diverso contesto dell'articolo 21c, che, per il tramite dell'articolo 47, paragrafo 1, rinvia all'Allegato I della CRD per individuare i «core banking services» la cui prestazione da parte di imprese di Paesi terzi può attivare il requisito di succursale, tra cui la «raccolta di depositi e altri fondi rimborsabili» quale attività autonoma.

vedi l'articolo online | versione in inglese

Già il dato letterale rivela espressioni simili, ma non identiche, in disposizioni stratificatesi nel tempo per finalità diverse: definire l'ente creditizio, individuare le attività d'impresa e, oggi, specificare i servizi bancari di base rilevanti.

La congiunzione disgiuntiva «o» cede il passo a quella cumulativa «e»; l'endiadi raccolta-finanziamento diviene un'attività autonoma; la descrizione di un'attività d'impresa diviene il riferimento a un servizio. Tali differenze non sono di per sé decisive, ma rafforzano l'esigenza di una lettura contestuale.

L'incertezza interpretativa sorge quando significati elaborati in un ambito vengono trasferiti automaticamente in un altro, nonostante le diverse funzioni regolatorie. Come riconosciuto dalla dottrina con riguardo ai concetti il cui significato non è cristallizzato in una definizione normativa, una stessa espressione può assumere portata diversa in contesti eterogenei senza generare alcuna incoerenza, purché ciascuna accezione rifletta la finalità e la funzione della disciplina di riferimento.

Come emerge, nel loro insieme, dagli interventi dell'EBA, la portata dell'espressione «other repayable funds» deve essere esaminata alla luce dello specifico ambito in cui essa è impiegata.

Centrale è la diversa funzione che la formula assume: (i) nella definizione di ente creditizio, essa concorre a individuare, in chiave anti-elusiva, l'endiadi raccolta-finanziamento e, dunque, una complessiva attività d'impresa, sicché rileva tale combinazione più che le specifiche caratteristiche della provvista; (ii) con riferimento ai «core banking services» rilevanti ai fini dell'articolo 21c, vengono invece in rilievo le sole forme di raccolta idonee a generare autonomamente — anche ove il servizio sia prestato indipendentemente dalla concessione di finanziamenti nel territorio — quei rischi sistemici e di deflusso localmente rilevanti che la CRD VI intende espressamente presidiare attraverso l'introduzione di un regime prudenziale armonizzato. È in ragione della comune idoneità a generare tali rischi, e non della mera rimborsabilità formale, che il regime si applica tanto ai depositi quanto ad altre forme di reperimento di provvista. Tale interpretazione trova fondamento nel requisito di autorizzazione armonizzato di cui al considerando 5 e negli obiettivi di stabilità finanziaria e di proporzionalità di cui ai considerando 17 e 19 della CRD VI.

In tale ambito non rileva la nozione generale di attività bancaria né quella di ente creditizio, in quanto il significato degli «other repayable funds» deve essere ricostruito alla luce della funzione assegnata alla succursale nell'economia della disciplina e delle finalità espressamente perseguite dalla CRD VI.

Anzitutto, la stessa CRD VI ravvisa nella frammentazione dei regimi nazionali e nell'assenza di un quadro prudenziale comune un rischio per la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato nell'Unione (considerando 17) e commisura a tale rischio concreto ingenerato nel singolo Stato membro gli obblighi cui assoggettare le succursali, presìdi con finalità prudenziali che, nel rispetto del principio di proporzionalità, devono riflettere l'effettiva operatività e i rischi sistemici che ne derivano (considerando 19). Il considerando 19 individua, quali indici di maggiore rischiosità ai fini della classificazione delle succursali, la dimensione, la complessità e l'accettazione di depositi al dettaglio oltre una determinata soglia; per questi ultimi, richiama specificamente la potenziale perdita di fiducia nella sicurezza e solidità del sistema bancario, cui si ricollegano le attese comportamentali e il relativo rischio.

Il punto di osservazione da cui prendere le mosse per attribuire un significato non meramente speculativo al concetto di «other repayable funds» non dovrebbe, pertanto, essere il singolo prodotto, bensì la funzione attribuita dal legislatore al requisito di stabilimento, il complesso degli obblighi organizzativi, patrimoniali e informativi che ne derivano, la tipologia dello scrutinio preventivo, nonché il regime e le tempistiche di decadenza o revoca dell'autorizzazione. Il programme of operations, il business plan, gli assetti di governance, i booking arrangements, i requisiti concernenti capitale e liquidità, i flussi informativi verso le autorità competenti, la cooperazione con l'autorità del Paese d'origine, l'identificazione delle attività, delle passività e dei rischi riferibili alla branch presuppongono, infatti, l'esistenza di attività e rischi compatibili con tali presìdi, generati e suscettibili di essere governati a livello locale. Una volta stabilita la succursale, le ordinarie passività possono certo assumere rilievo ai fini del loro trattamento prudenziale, ove ricondotte al suo bilancio o perimetro operativo; tale rilevanza ex post non può, tuttavia, essere letta a ritroso per dimostrare che l'emissione in sé attivi il requisito di succursale: la questione è in quali situazioni l'apertura di una succursale abbia senso, non come debba essere trattata ove già esistente.

Tale prospettiva risulta, del resto, coerente con il quadro delineato dal Banking Package e da Basilea III, i quali pacificamente non si riferiscono a una generica attività di intermediazione bancaria, bensì alla «credit intermediation» intesa quale «maturity transformation» — ossia l'impiego in attivi a più lunga scadenza rispetto alla provvista ottenuta appunto mediante depositi e altri fondi rimborsabili — indivi-

duata dalle elaborazioni di FSB, BCE, EBA e del Comitato di Basilea quale fulcro attorno al quale è costruita l'intera disciplina volta a presidiare i rischi di liquidità, di deflusso e le conseguenti vulnerabilità sistemiche emerse dalle esperienze concrete ispiratrici degli interventi legislativi.

Aspetti tutti che risultano funzionali solo a forme di provvista che, per la loro accessibilità, ritirabilità a richiesta, senza penali o restrizioni significative, e sensibilità ai comportamenti collettivi in condizioni di stress, siano appunto suscettibili di determinare fenomeni di deflusso, tensioni di liquidità, « ed effetti di contagio potenzialmente rilevanti per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario dello Stato membro interessato e, di riflesso, del sistema finanziario nel suo complesso.

Sono tali caratteristiche e rischi, normalmente assenti nell'«ordinary capital market funding» e nelle tipiche emissioni degli emittenti bancari rivolte anche a investitori retail, e non la mera esistenza di un obbligo di rimborso, a determinarne la rilevanza autonoma ai fini dell'articolo 21c. È questa la c.d. «deposit-likeness» cui fa riferimento l'EBA, idonea ad accomunare le due forme di provvista cui lo stesso regime è applicabile.

Le ordinarie emissioni di mercato non instaurano, inoltre, di norma quella relazione con il titolare che concorre a definire tale carattere «deposit-like» e che incide, in particolare, sull'accessibilità della provvista e sul rischio comportamentale: il rapporto resta quello ordinario tra emittente e investitore.

In ragione della sua durata, l'ordinaria provvista di mercato priva di tali caratteristiche può anzi concorrere a una struttura di funding più resiliente, riducendo il «maturity mismatch» e mitigando, anziché amplificare, proprio i rischi che il nuovo regime delle succursali intende contenere (come riconosciuto anche nel quadro prudenziale europeo e internazionale, incluso dal Comitato di Basilea).

Ciò che accomuna i depositi e gli «other repayable funds» ad essi assimilabili non risiede, dunque, nell'esistenza di un diritto alla restituzione, ma nelle modalità e nei tempi con cui tale diritto può essere esercitato dal suo titolare.

Quale sarebbe infatti l'intrinseco rischio sistemico derivante dall'emissione di obbligazioni bancarie non aventi queste caratteristiche, che non sia comune anche alle emissioni di emittenti di altra natura, corporate o sovrani, e che avrebbe potuto essere presidiato come per i depositi, secondo la valutazione operata dal legislatore europeo, solo con lo stabilimento di succursale?

I titoli privi degli elementi richiamati non vengono attratti nel perimetro dell'articolo 21c per il solo tramite logico della loro rimborsabilità, ma restano assoggettati al regime a essi funzionalmente proprio: quello dei mercati dei capitali, senza che ciò determini una compressione della tutela.

Le due discipline operano secondo una logica di complementarità e sussidiarietà: ciascuna appresta i presìdi più adeguati alle attività e ai rischi che le sono propri. La disciplina dei mercati dei capitali può così rispondere anche a esigenze che sorgono nel sistema bancario, quali la stabilità finanziaria, la risolvibilità degli enti e l'integrità del sistema. L'articolo 44-bis BRRD e la risposta regolamentare al self-placement ne offrono un esempio: i meccanismi di tutela dell'investitore nella distribuzione di emissioni bancarie sono impiegati, in primo luogo, quale mezzo per preservare l'efficacia del bail-in e l'ordinata risoluzione.

In questa prospettiva, alla natura bancaria dell'emittente è senz'altro attribuita rilevanza attraverso specifici presìdi informativi — tra cui l'informativa nei prospetti di offerta e quotazione sul bail-in, sulla posizione degli strumenti nella gerarchia dei creditori, sulla loro idoneità all'assorbimento delle perdite e alla ricapitalizzazione e sulle strategie di risoluzione, nonché quella derivante dalla disciplina MAR —, le regole di condotta MiFID rafforzate e di product governance lungo l'intero processo di strutturazione, approvazione e distribuzione del prodotto. La normativa di settore attribuisce, inoltre, alle autorità di vigilanza, incluse quelle bancarie europee e nazionali, penetranti poteri di intervento che possono giungere sino al divieto o alla limitazione della commercializzazione di determinati strumenti, ove emergano rischi per l'integrità e la stabilità del sistema in ragione delle loro caratteristiche, dell'emittente, della loro diffusione, circolazione o concentrazione.

A titolo di completezza, si segnala che il guadagno ermeneutico acquisito nella materia qui esaminata consente altresì di delimitare il perimetro oggettivo e soggettivo della disciplina. Sul piano oggettivo, i certificates restano ontologicamente estranei alla nozione di «other repayable funds» quale che sia l'impostazione — formale o funzionale — adottata per interpretarla: in quanto derivati cartolarizzati, non incorporano un rapporto di finanziamento né quindi un obbligo di restituzione del capitale prestato o di corresponsione di interessi quale sua remunerazione. I relativi pagamenti — espressi, secondo la

struttura dello strumento, in termini di notional amount, redemption amount, premium o coupon — dipendono dall'andamento di uno o più sottostanti e dalla formula di payoff. Anche il riferimento a capital-protected certificates descrive una funzione economica dello strumento: per effetto della struttura di payoff e dell'eventuale presenza di floor e opzioni, l'importo dovuto può risultare equivalente, in tutto o in parte, al capitale investito, senza che ciò trasformi quel pagamento in adempimento di un'obbligazione restitutoria. Una diversa riflessione si impone per le obbligazioni strutturate, che restano titoli di debito e incorporano un obbligo di rimborso del capitale prestato; a prescindere dall'analisi funzionale qui accolta e dall'assenza di caratteristiche di «deposit-likeness», la loro natura di prodotti d'investimento dovrebbe tuttavia condurre alla relativa esclusione dall'ambito applicativo (indipendentemente dall'eventuale protezione del capitale). Prevalendo la funzione di investimento su quella di provvista, come osservato dalla Federal Reserve in un diverso contesto, gli investitori stessi tendono a prestare minore attenzione al merito di credito dell'emittente, concentrandosi sul payoff e sull'esposizione ai rischi e ai rendimenti dei sottostanti. Sul piano soggettivo, la disciplina non dovrebbe di regola applicarsi alle holding companies non bancarie poste al vertice di gruppi bancari, in linea anche con la posizione tradizionalmente accolta nell'ordinamento italiano, pur per altri versi, caratterizzato da un approccio conservativo alla materia.

A riguardo, per quanto specificamente attiene all'attuazione della CRD VI, si ravvisa una continuità rispetto alla precedente interpretazione seguita negli altri Stati membri dell'espressione «other repayable funds», che non attraeva al proprio interno le emissioni obbligazionarie in ragione della loro mera rimborsabilità; per quanto riguarda l'Italia, che rappresentava un unicum in tale contesto, richiedendo l'autorizzazione preventiva della Banca d'Italia — o il rispetto dei requisiti di passaporto, a seconda dei casi — per la raccolta di depositi quale prerequisito per la commercializzazione in Italia di obbligazioni bancarie emesse da enti di Paesi terzi, si ritiene che l'interpretazione quivi formulata possa essere agevolmente accolta senza modifiche della normativa di riferimento, essendo di per sé coerente con l'ordinamento interno, ivi inclusi la disciplina di rango costituzionale, il Testo Unico della Finanza, il Testo Unico Bancario e, in particolare, l'articolo 14-bis, che rinvia direttamente all'articolo 1, comma 2, lettera f), TUB ed è attuativo della disciplina europea, nonché con le finalità e il contesto di riferimento di quest'ultima, profondamente diversi da quelli sottesi alla storica interpretazione formalistica di tale espressione operata dal regolatore italiano. Non si tratta di negare la giustificazione storica di tale orientamento, sviluppatosi in assenza di un regime armonizzato di accesso al mercato bancario dell'Unione da parte delle imprese di Paesi terzi e prima dello sviluppo del quadro regolamentare espresso dal Banking Package e di una più matura interpretazione dei princìpi costituzionali in materia di tutela del risparmio, ma di escluderne la perdurante coerenza sistematica. Nel nuovo assetto rileva non già se lo strumento incorpori un obbligo di restituzione — alla pari, sotto la pari o condizionato — né se si tratti di un'obbligazione senior, subordinata, plain vanilla o strutturata (capital protected o meno), bensì la sua intrinseca idoneità a generare i rischi di natura sistemica la cui prevenzione e gestione sono sottese all'adozione della CRD VI e all'introduzione del nuovo requisito di succursale, quale incisivo presidio prudenziale territoriale. Ci si riferisce ai rischi locali di liquidità, comportamentali e di deflusso individuati nell'ambito della disciplina bancaria; ove, come di norma, un ordinario strumento di mercato ne sia privo, gli eventuali rischi derivanti dalla sua emissione, distribuzione o concentrazione devono essere considerati nell'ambito della disciplina dei mercati dei capitali. Tale evoluzione interpretativa non comporterebbe una riduzione della tutela, ma ne consentirebbe una più razionale articolazione tra disciplina bancaria e disciplina dei mercati mobiliari, dando attuazione al precetto costituzionale attraverso presìdi specifici, funzionali a un'efficiente salvaguardia del risparmio bancario e dell'investimento finanziario, secondo le rispettive caratteristiche ed esigenze. Prendere atto del mutato scenario e, quindi, della non replicabilità di tale orientamento, consentirebbe all'Italia altresì di allinearsi alle soluzioni accolte negli altri Stati membri, in coerenza con la finalità di armonizzazione perseguita dalla CRD VI: diversamente, non solo si riprodurrebbe la frammentazione che la CRD VI intende superare, ma la si esporterebbe addirittura dal sistema bancario a quello dei mercati dei capitali.

Un'interpretazione fondata su criteri formalistici imporrebbe una presenza territoriale anche ove l'unica attività svolta nel territorio consista nell'emissione di ordinari strumenti finanziari — inidonei a instaurare con gli investitori una relazione ulteriore rispetto a quella ordinaria tra emittente e investitore —: una presenza priva di reale contenuto operativo, sproporzionata rispetto alle finalità perseguite e che non apporterebbe benefici apprezzabili in termini di tutela per gli investitori o per il mercato. Una tale lettura si porrebbe, inoltre, in tensione con il quadro unionale armonizzato che disciplina l'offerta e la distribuzione transfrontaliera di prodotti di investimento attraverso presìdi informativi e di condotta, riflessi anche nei principi IOSCO in materia.

Il requisito di succursale si trasformerebbe da presidio del sistema bancario in un improprio filtro di accesso ai mercati dei capitali europei, fondato sulla sola natura bancaria dell'emittente e sulla fisiologica rimborsabilità degli strumenti da esso ordinariamente emessi.

PARTE I — ARTICOLO 21C CRD VI: «*CORE BANKING SERVICES*», REQUISITO DI SUCCURSALE E PERIMETRO DEGLI «*OTHER REPAYABLE FUNDS*»

1. Premessa metodologica, posizione proposta e relativi argomenti

Inquadramento sistematico della fattispecie — Il diritto civile delle obbligazioni ha da tempo evidenziato come dall'incontro dei traffici giuridici possano emergere, alternativamente, un'aspettativa di conservazione della propria sfera giuridico-patrimoniale, riconducibile a una logica statica di protezione, ovvero un'aspettativa dinamica di suo specifico incremento, propria della logica della prestazione. Anche nel settore finanziario, tale distinzione delle attese consente di comprendere la diversa funzione dei presìdi predisposti, rispettivamente, a tutela del risparmio bancario e dell'investimento indirizzato ai mercati dei capitali.

Il *Banking Package*[1] e la prospettiva della *Savings and Investments Union* (SIU)[2] esprimono la maturità raggiunta dal mercato finanziario europeo, nel quale la tutela del risparmio inteso in senso, per così dire, naturalistico o fenomenologico – come ricchezza e liquidità accumulate dalle famiglie e non destinate al consumo immediato – non è affidata a un unico e indistinto appara-

1 Nel lessico unionale, il «*Banking Package*» designa, in senso ampio, il complesso coordinato delle riforme europee riguardanti non solo la disciplina prudenziale delle banche, ma anche il quadro di gestione delle crisi bancarie e di risoluzione. Nella documentazione ufficiale del Consiglio dell'Unione europea, il pacchetto presentato dalla Commissione nel novembre 2016 è descritto come comprensivo, in particolare, delle proposte relative a CRR, CRD, BRRD e SRMR, vale a dire delle misure concernenti, da un lato, i requisiti di capitale, liquidità, leva, gestione dei rischi e supervisione degli enti e, dall'altro, il quadro di *recovery and resolution* delle banche. La funzione del pacchetto non è meramente compilativa o di aggiornamento tecnico: le fonti ufficiali del Consiglio chiariscono che il suo obiettivo principale è ridurre il rischio nel settore bancario dell'Unione, in attuazione delle riforme internazionali elaborate dopo la crisi del 2007-2008 dal *Basel Committee on Banking Supervision* e dal *Financial Stability Board*. In questo senso, il *Banking Package* risponde a un'esigenza strutturale di rafforzamento della resilienza delle banche europee, di miglioramento della qualità della loro supervisione e di contenimento dei rischi sistemici che potrebbero destabilizzare il sistema finanziario e l'economia reale. Ma il pacchetto soddisfa anche una seconda esigenza, di natura più istituzionale e sistemica. Nella prospettiva del Consiglio dell'Unione europea, la riduzione del rischio costituisce infatti il presupposto per ulteriori progressi nel processo di integrazione della Banking Union e per il rafforzamento delle forme di *risk sharing*. Il *Banking Package* si colloca così al crocevia tra due logiche complementari: quella della disciplina prudenziale *ex ante*, volta a garantire banche meglio capitalizzate, più liquide e più solide; e quella della gestione ordinata *ex post* delle crisi, diretta ad assicurare che l'eventuale dissesto di un ente possa essere affrontato senza compromettere la stabilità finanziaria, senza ricorrere impropriamente a risorse pubbliche e con adeguata protezione di depositanti e funzioni critiche. In questo senso, il *Banking Package* esprime una trasformazione profonda del diritto bancario europeo post-crisi: esso non si limita a irrobustire le regole prudenziali, ma integra in un medesimo disegno la vigilanza, la resilienza, il risanamento e la risoluzione. V. Consiglio dell'Unione europea, *Amendments to the banking union rules*, dicembre 2016; Consiglio dell'Unione europea, comunicato stampa 14 maggio 2019, *Banking Union: Council adopts measures to reduce risk in the banking system*; Consiglio dell'Unione europea, comunicato stampa 15 febbraio 2019, *Banking Union: EU ambassadors endorse full package of risk reduction measures*. Da ultimo, sul nesso tra stabilità e competitività del mercato unico bancario nel nuovo *framework*, cfr. Commissione europea, *Competitiveness of the Banking Sector and the Single Market in Banking*, COM(2026) 615 final, 17 luglio 2026, nonché il relativo comunicato stampa, *Commission outlines measures to strengthen Europe's banking sector and support growth*, IP/26/1637, 17 luglio 2026.

Per gli estremi degli atti e le abbreviazioni utilizzate nel contributo: Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, GUUE L 176 del 27 giugno 2013, pp. 1-337 («CRR»); Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, GUUE L 176 del 27 giugno 2013, pp. 338-436 («CRD»); Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, GUUE L 173 del 12 giugno 2014, pp. 190-348 («BRRD»); Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, GUUE L 225 del 30 luglio 2014, pp. 1-90 («SRMR»); Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, GUUE L 2024/1619 del 19 giugno 2024 («CRD VI»); Regolamento (UE) 2024/1623 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor, GUUE L 2024/1623 del 19 giugno 2024 («CRR III»). Salvo il riferimento a specifiche versioni storiche, i richiami agli atti si intendono al testo come successivamente modificato.

2 Sulla *Savings and Investments Union*, cfr. Commissione europea, *Savings and Investments Union: A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, COM(2025) 124 final, 19 marzo 2025; nonché, per i più recenti sviluppi relativi al *Market Integration and Supervision Package*, Consiglio «Economia e finanza» (ECOFIN), *Risultati principali*, 10 luglio 2026, e Consiglio dell'Unione europea, *Economic and Financial Affairs Council, 9 October 2026 — Agenda highlights*, 25 settembre 2026, ove il Consiglio è chiamato a raggiungere un orientamento generale sul pacchetto.

to regolamentare: il criterio guida risiede nella distinzione tra il risparmio, inteso tecnicamente come funzionale alla conservazione e disponibilità della liquidità presso il sistema creditizio, e l'investimento finanziario, quale forma di sua allocazione strutturalmente orientata alla ricerca di un rendimento, alla consapevole assunzione del rischio e alla circolazione produttiva della ricchezza. Gli interventi che hanno da ultimo ridisegnato i confini della disciplina *lato sensu* finanziaria recano quale portato più significativo l'aver conseguito piena complementarità e coerenza sistematica tra disciplina bancaria e disciplina dei mercati dei capitali, in applicazione dei principi fondamentali di proporzionalità e — quest'ultimo troppo spesso trascurato dall'interprete — di sussidiarietà.

La ripartizione dei presìdi e la tutela del soggetto debole — Non è la tutela del soggetto debole in quanto tale a rilevare in via astratta, bensì la corretta ed efficiente allocazione delle misure di salvaguardia in funzione della natura dell'operazione e del rischio rilevante. Quando l'oggetto del rapporto è uno strumento di investimento, anche le esigenze prudenziali e di stabilità del sistema trovano idonea e spesso esaustiva risposta nel regime dei mercati dei capitali e nella relativa vigilanza di settore, secondo una logica di prossimità normativa con la fattispecie da regolare che discende dal principio di sussidiarietà. Ne sono espressione: il fenomeno del *self-placement* (ove appariva *in vitro* la contiguità tra disponibilità di liquidità nei depositi e loro ri-destinazione a investimenti in titoli della stessa banca); il rafforzamento delle regole di condotta e di *product governance* in ambito MiFID, anche ai fini dell'art. 44-*bis* BRRD; gli obblighi informativi derivanti dal regime in materia di prospetti di offerta e quotazione relativi, tra l'altro, al *bail-in*, alla gerarchia dei creditori, all'assorbimento delle perdite e alla ricapitalizzazione, alle strategie di risoluzione e dalla disciplina MAR; nonché i penetranti poteri di *product intervention* attribuiti alle autorità centrali europee e nazionali per fronteggiare rischi per il sistema[3]. Tali evoluzioni confermano l'utilizzo della disciplina dei mercati mobiliari («*securities law*») per il perseguimento, in primo luogo, di obiettivi di integrità, stabilità e risolvibilità, senza necessità di ricorrere alla disciplina bancaria e al connesso rafforzamento dei poteri di vigilanza.

Le novità introdotte dalla CRD VI: finalità prudenziale del requisito di succursale e «ordinary capital market funding» — Un'ulteriore occasione per ripercorrere i confini del sistema finanziario così delineato, verificando che gli interessi e i rischi di volta in volta rilevanti risultino presidiati dalla disciplina ad essi funzionalmente prossima — sia essa quella bancaria o, come si vedrà, quella dei mercati mobiliari — è oggi offerta dalla CRD VI[4]. La Direttiva introduce una disciplina armonizzata in materia di accesso al sistema bancario da parte di imprese di Paesi terzi, con il dichiarato obiettivo di ridurre la frammen-

3 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (rifusione), GUUE L 173 del 12 giugno 2014, pp. 349-496 («MiFID II»); BRRD, cit. *supra*, nota 1, in particolare articolo 44-*bis*. Per l'informativa nel prospetto: Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, GUUE L 168 del 30 giugno 2017, pp. 12-82 («Regolamento Prospetti»), in particolare articoli 6, 13 e 16; Regolamento delegato (UE) 2019/980 della Commissione, del 14 marzo 2019, che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione, GUUE L 166 del 21 giugno 2019, pp. 26-176, e relativi allegati applicabili all'emittente e ai titoli; Regolamento delegato (UE) 2019/979 della Commissione, del 14 marzo 2019, che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni finanziarie chiave nella nota di sintesi del prospetto, alla pubblicazione e alla classificazione dei prospetti, alla pubblicità relativa ai titoli, ai supplementi al prospetto e al portale di notifica, e che abroga i regolamenti delegati (UE) n. 382/2014 e (UE) 2016/301 della Commissione, GUUE L 166 del 21 giugno 2019, pp. 1-25. Per l'informativa al mercato: Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, GUUE L 173 del 12 giugno 2014, pp. 1-61 («MAR»). Per i poteri di intervento: Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, GUUE L 173 del 12 giugno 2014, pp. 84-148 («MiFIR»), articoli 40-42; Regolamento delegato (UE) 2017/567 della Commissione, del 18 maggio 2016, che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni, GUUE L 87 del 31 marzo 2017, pp. 90-116, articoli 19-21. Cfr. altresì Comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza, *Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ("Self placement")*, JC 2014 62, 31 luglio 2014; European Banking Authority (EBA) ed European Securities and Markets Authority (ESMA), *Statement of the EBA and ESMA on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive*, EBA/Op/2018/03 (ESMA71-99-991), 30 maggio 2018.

4 CRD VI e CRD, citt. *supra*, nota 1, in particolare articolo 21c della CRD, come modificata dalla CRD VI. L'articolo 21c, paragrafo 1, non rinvia direttamente all'Allegato I, ma alle «attività di cui all'articolo 47, paragrafo 1», il quale ricomprende: (a) le attività di cui ai punti 2 e 6 dell'Allegato I, ove svolte da un'impresa stabilita in un Paese terzo che si qualificherebbe come ente creditizio, o che soddisferebbe i criteri di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1), lettera b), del CRR, se fosse stabilita nell'Unione; (b) l'attività di cui al punto 1 dell'Allegato I, svolta da un'impresa stabilita in un Paese terzo. Il considerando 5 della CRD VI qualifica tali attività come «servizi bancari di base elencati nell'allegato I, punti 1, 2 e 6».

tazione degli approcci nazionali — la quale, come rileva il considerando 17, «mette a rischio la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato nell'Unione» — e di assicurare, quindi, un controllo più efficace delle attività svolte nel territorio dell'Unione da gruppi bancari extra-UE, rafforzandone i requisiti prudenziali.

L'intervento si colloca nel più ampio completamento del quadro prudenziale di Basilea III e muove dall'esigenza di ricondurre l'operatività bancaria effettivamente svolta nell'Unione da imprese di Paesi terzi entro una disciplina armonizzata di autorizzazione e vigilanza. Tale esigenza ha assunto particolare evidenza nell'esperienza successiva alla Brexit, che ha posto in luce tanto lo svolgimento di attività transfrontaliere secondo regimi nazionali eterogenei, quanto l'operatività attraverso succursali assoggettate a presìdi non uniformi e, spesso, prive di attività, risorse, personale, dati e capacità di gestione dei rischi proporzionati alle attività svolte. Questa varietà di approcci, oltre ad alimentare forme di concorrenza regolamentare tra gli Stati membri e di arbitraggio nella scelta dello Stato membro di insediamento dal quale operare poi nell'Unione, rendeva soprattutto più complessa l'identificazione, e la vigilanza, delle attività, delle passività e dei rischi localmente rilevanti. Il requisito di succursale e il nuovo regime delle *third-country branches* rispondono, così, all'obiettivo ultimo di natura squisitamente prudenziale di assicurare che l'operatività bancaria territorialmente rilevante sia ricondotta a un effettivo ancoraggio organizzativo, con adeguati assetti di *governance*, *booking* e *reporting*, nonché risorse patrimoniali e di liquidità proporzionate alla natura e ai rischi delle attività svolte.[5]

Si è così contratta la possibilità di prestare servizi bancari su base esclusivamente transfrontaliera e introdotto l'obbligo, per le imprese di Paesi terzi, di stabilire una succursale, la cui operatività resti circoscritta al territorio dello Stato membro in cui è autorizzata. Questo obbligo riguarda le imprese di Paesi terzi che intendono prestare nell'Unione europea i cosiddetti «servizi bancari di base» («*core banking services*»), i quali, ai sensi dell'articolo 21c della CRD VI, in combinato disposto con l'articolo 47, paragrafo 1, della CRD, sono individuati mediante rinvio formale alle attività elencate ai punti 1, 2 e 6 dell'Allegato I della medesima Direttiva («*core banking activities*»), vale a dire: (i) la raccolta di depositi e altri fondi rimborsabili («*deposits and other repayable funds*»), (ii) la concessione di crediti e (iii) il rilascio di garanzie o impegni.[6]

Come reazione all'assenza di un quadro prudenziale comune (considerando 17), in cui l'operatività così svolta — su base transfrontaliera, ovvero tramite succursali prive di effettiva sostanza — restava di fatto sottratta a una vigilanza effettiva, il legislatore ha quindi prescritto un «requisito per l'autorizzazione esplicito e armonizzato» (considerando 5), per lo svolgimento di alcune attività critiche per la salvaguardia del sistema. Tale esigenza, che appare intuitiva per la concessione di crediti, è stata individuata anche per la raccolta, ancorché disgiunta dall'esercizio locale del credito, sul presupposto logico che la provvista acquisita presso il pubblico dello Stato membro sia di per sé idonea a generare rischi sistemici: come avviene, in modo paradigmatico, per i depositi, la cui esigibilità a richiesta espone l'ente — e, per suo tramite, il sistema — a deflussi improvvisi e simultanei. Gli obblighi che discendono dalle presenze territoriali sono, a loro volta, commisurati, secondo il principio di proporzionalità, al «rischio che esse comportano per la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato» (considerando 19)[7]: non a caso, il medesimo considerando individua quale indice di maggiore rischiosità l'accettazione di

5 Sulla *ratio* e sull'architettura del regime delle succursali di Paesi terzi, i considerando 17-19 della CRD VI richiamano la frammentazione dei regimi nazionali applicabili alle succursali di Paesi terzi, l'assenza di norme prudenziali e di meccanismi di collaborazione in materia di vigilanza a livello dell'Unione, le lacune informative e di supervisione, l'esigenza di cooperazione tra le autorità dello Stato membro ospitante e quelle del Paese d'origine e l'esigenza di una classificazione proporzionata delle succursali. Con specifico riguardo all'esperienza successiva alla Brexit, cfr. EBA, *Opinion on issues related to the departure of the United Kingdom from the European Union*, EBA/Op/2017/12, 12 ottobre 2017, spec. in materia di autorizzazioni, sostanza dell'insediamento, *internal governance*, *outsourcing*, trasferimenti di rischio ed *empty shell companies*; EBA, *The EBA calls on financial institutions to finalise preparations for the end of the transitional arrangements between the EU and UK*, 29 luglio 2020, ove si richiede che capacità gestionali, risorse locali, attività, personale e dati siano proporzionati ai volumi, alla natura e alla complessità dell'operatività svolta nell'Unione.

6 Le fonti del diritto dell'Unione europea sono esaminate e citate nella versione in lingua inglese, salvo ove diversamente indicato (sulla divergenza tra le versioni linguistiche dell'Allegato I della CRD, cfr. *infra*, nota 57). Per gli articoli inseriti nella CRD dalla CRD VI si utilizza la numerazione della versione inglese della Direttiva (articoli 21c, 48a, 48b, 48c e 48f), invalsa nella prassi internazionale e nei documenti dell'EBA; nella versione italiana tali disposizioni sono numerate, rispettivamente, articoli 21-*quater*, 48-*bis*, 48-*ter*, 48-*quater* e 48-*septies*. Per gli altri atti dell'Unione richiamati (ad esempio, l'articolo 44-*bis* della BRRD e l'articolo 72-*bis* del CRR) si mantiene invece la numerazione della versione italiana.

7 Il considerando 19 della CRD VI commisura gli obblighi delle succursali, secondo il principio di proporzionalità, anche mediante la loro classificazione, al «rischio che esse comportano per la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato», e individua quale indice di maggiore rischiosità, accanto alle dimensioni, l'accettazione di depositi al dettaglio seppur oltre una determinata soglia.

depositi al dettaglio.[8]

La questione centrale: la rimborsabilità come criterio sufficiente? — Oggetto della presente analisi è stabilire se la mera emissione di obbligazioni o di altri strumenti finanziari incorporanti un obbligo di rimborso — ove rivolta a investitori situati in uno Stato membro — sia di per sé sufficiente a integrare una raccolta di «*other repayable funds*» rilevante ai fini dell'articolo 21c e, conseguentemente, ad attivare il gravoso requisito di stabilimento tramite succursale. Attraverso una lettura storica, letterale, sistematica e funzionale dell'impianto normativo, delle soluzioni adottate negli Stati membri e delle indicazioni dell'EBA, si conclude che tale estensione non è giustificata: la *ratio* del requisito di succursale impone di ancorare la nozione di «altri fondi rimborsabili» alle sole forme di raccolta che siano intrinsecamente idonee a generare rischi localmente rilevanti per la stabilità del sistema. Le ordinarie emissioni obbligazionarie bancarie non presentano tali caratteristiche strutturali, ma un ordinario rischio di credito al pari di emissioni di enti di altra natura (ad esempio corporate o sovrani), e restano assoggettate ai presìdi e alle misure di salvaguardia efficacemente apprestati dalla disciplina dei mercati dei capitali.

A tal fine, l'indagine sulla nozione di «altri fondi rimborsabili» non può arrestarsi alla mera *esistenza* di un obbligo/diritto di rimborso, comune a qualsiasi forma di raccolta bancaria storicamente e tecnicamente intesa come reperimento di fondi a prestito (*borrowed money*) per concederli a propria volta in prestito (*granting credit*), ma deve focalizzarsi sul modo in cui tale obbligo/diritto si atteggi e sulla conseguente idoneità degli altri fondi rimborsabili a generare — al pari dei depositi, ai quali sono equiparati in quanto assoggettati al medesimo presidio — una vulnerabilità per la stabilità del sistema. Tale lettura discende pianamente dalla funzione prudenziale esplicitamente attribuita al presidio dalla CRD VI (*consideranda* 5, 17 e 19) ed è coerente con l'architettura in cui esso si inserisce, interamente concepita, costruita e declinata — secondo le elaborazioni di FSB, BCE, EBA e del Comitato di Basilea[9] —

8 L'articolo 48f della CRD (48-*septies* nella versione italiana) impone alle succursali di mantenere in qualsiasi momento attività liquide non vincolate sufficienti a coprire i deflussi di liquidità per un periodo minimo di trenta giorni, depositate su un conto detenuto nello Stato membro in cui la succursale è autorizzata e utilizzabili, in caso di risoluzione o di liquidazione della succursale, ai fini delle relative procedure: la disposizione risponde precisamente all'esigenza di disporre di liquidità a fronte delle passività derivanti dalle relazioni instaurate nel territorio, evitando che tale liquidità resti accentrata presso la *head undertaking*. Il requisito, una volta che la succursale sia effettivamente insediata, è dunque commisurato ai deflussi di liquidità della succursale; per le succursali di classe 1, la disposizione rinvia al requisito di copertura della liquidità (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR) di cui alla parte sei, titolo I, del CRR e al Regolamento delegato (UE) 2015/61 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il requisito di copertura della liquidità per gli enti creditizi, GUUE L 11 del 17 gennaio 2015, pp. 1-36, ossia a un parametro costruito sui deflussi attesi in condizioni di stress e, dunque, sulle sole passività idonee a generarli. In tale quadro, le ordinarie obbligazioni con scadenza superiore a trenta giorni non generano, di regola, deflussi nell'orizzonte considerato, mentre quelle in scadenza entro tale termine danno luogo a un deflusso pari all'importo in scadenza (articolo 28, paragrafo 6, del medesimo Regolamento delegato), prevedibile *ex ante* in base alla scadenza contrattuale e non legato al comportamento dei titolari; il trattamento proprio dei depositi è ammesso solo per i titoli venduti esclusivamente sul mercato al dettaglio e detenuti in un *retail account* (EBA, Single Rulebook Q&A (*Questions and Answers*) 2020_5518, risposta finale pubblicata l'11 febbraio 2022, relativa al trattamento LCR dei titoli di debito detenuti in un *retail account* ai sensi dell'articolo 28, paragrafo 6, del medesimo Regolamento delegato; cfr. *infra*, nota 16 e § 3.5.2). Ne discende che, a prescindere dall'applicazione di tale disciplina a una succursale già insediata, le ordinarie obbligazioni, rimborsabili a scadenza e non a richiesta, non presentano il rischio comportamentale proprio dei depositi che il requisito di liquidità della succursale è chiamato a coprire.

9 Sulla «*credit intermediation*» fondata sulla trasformazione delle scadenze e della liquidità quale fonte del rischio caratteristico dell'attività bancaria e fulcro della relativa disciplina prudenziale, cfr., per il Comitato di Basilea, Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*, gennaio 2013, e *Basel III: the Net Stable Funding Ratio*, ottobre 2014, i cui requisiti — recepiti nella parte sesta del CRR e nel Regolamento delegato (UE) 2015/61, cit. *supra*, nota 8 — sono rispettivamente diretti a fronteggiare i deflussi di liquidità a breve termine e a contenere strutturalmente il disallineamento tra la durata degli attivi e quella della provvista; per il Financial Stability Board (FSB), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 ottobre 2011 (cfr. *infra*, nota 53), ove la trasformazione delle scadenze e della liquidità, unitamente alla leva e al trasferimento del rischio di credito, è indicata tra i fattori di rischio che rendono l'intermediazione creditizia, anche se svolta al di fuori del sistema bancario, fonte di rischi analoghi a quelli bancari; per l'EBA, le *Guidelines on limits on exposures to shadow banking entities which carry out banking activities outside a regulated framework under Article 395(2) of Regulation (EU) No 575/2013*, EBA/GL/2015/20, 14 dicembre 2015, che individuano le attività svolte al di fuori di un quadro regolamentato bancario proprio con riferimento all'intermediazione creditizia e alle connesse trasformazioni delle scadenze e della liquidità; per la Banca centrale europea (BCE), L. Coulier, S. Gardó, B. Klaus, F. Lenoci, C. Pancaro, A. Reghezza, *Assessing risks from euro area banks' maturity transformation*, in BCE, *Financial Stability Review*, novembre 2023, *Special feature* A, pp. 94-105, ove la trasformazione delle scadenze è ricondotta all'attività bancaria tradizionale e correlata, in particolare, all'esposizione al rischio di tasso di interesse (cfr. altresì il Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, GUUE L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 63-89, relativo al Meccanismo di vigilanza unico). Ne emerge un approccio fondato sul rischio economico dell'attività piuttosto che sulla qualificazione formale del soggetto o dello strumento, sintetizzato nella formula «*same activity, same risk, same rules*» (impiegata, tra l'altro, da Commissione europea, *Request to EBA, EIOPA and ESMA for technical advice on digital finance and related issues*, 2 febbraio 2021, ove EIOPA indica la European Insurance and Occupational Pensions Authority, e, nella variante «*same activity, same risk, same regulation*», da FSB, *Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities*, 17 luglio 2023).

attorno alla «*credit intermediation*» fondata sulla «*maturity transformation*», ossia sull'impiego in attivi a più lunga scadenza rispetto a quella della provvista, tradizionalmente e di norma reperita attraverso i depositi: è da tale disallineamento che originano i rischi sistemici che il requisito di succursale e i correlati presìdi sono chiamati esplicitamente a prevenire. Rilevano, dunque, i soli strumenti idonei a generare deflussi improvvisi e simultanei, in quanto rimborsabili a richiesta o con breve preavviso, senza penali o restrizioni significative, e sensibili ai comportamenti collettivi dei titolari in condizioni di stress. Un'ordinaria obbligazione, il cui rimborso è ancorato a una scadenza contrattuale e non è esigibile a richiesta, non presenta, di norma, tali elementi strutturali, e non ha, quindi, l'intrinseca potenzialità di generare deflussi improvvisi o comportamentali.[10] Non va trascurato, anzi, che l'ordinario «*market funding*», attraverso l'allungamento della durata delle passività, può concorrere al riequilibrio delle scadenze e alla riduzione del «*maturity mismatch*», e quindi a mitigare anziché ad alimentare il rischio che il nuovo regime delle succursali è specificamente chiamato a presidiare. In assenza di tali caratteristiche è difficile ipotizzare una rischiosità intrinseca e a priori assunta negli strumenti finanziari ordinariamente accessibili attraverso i mercati dei capitali e che giustifichi *ex ante* una presenza territoriale dei loro emittenti.

In formula sintetica, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 21c, l'elemento che accomuna i depositi e gli «altri fondi rimborsabili» ad essi assimilabili non risiede nell'*esistenza* di un diritto alla loro restituzione, ma nelle *modalità* e nei *tempi* con cui tale diritto può essere esercitato dal suo titolare: solo in tali casi, infatti, sono idonei a generare localmente i rischi sistemici che il presidio della succursale, applicabile a entrambe le forme di raccolta, è espressamente volto a prevenire e gestire, e rispetto ai quali lo scrutinio preventivo e gli adempimenti che ne discendono trovano coerente giustificazione. Ciò è coerente, altresì, con il principio generale di proporzionalità del diritto dell'Unione, cui i richiamati *considerando* della CRD VI fanno espresso riferimento.

L'eterogeneità funzionale della formula «other repayable funds» e l'invarianza letterale — La CRD VI non ha modificato il dato letterale delle disposizioni preesistenti — dalla definizione di ente creditizio all'elenco delle attività bancarie di cui all'Allegato I — che già facevano riferimento a «*other repayable funds*». La novità da cui prende le mosse l'odierna esigenza ricognitiva e di approfondimento non deriva, dunque, da una diversità nella formulazione testuale, rimasta immutata, bensì dal nuovo e oneroso effetto giuridico che l'articolo 21c oggi collega al relativo richiamo, consentendo di percepirne appieno la reale finalità e la portata precettiva.

La formula ricorre anzitutto nella definizione di «credit institution», oggi contenuta nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, del CRR, ove concorre a individuare l'impresa la cui attività consiste «nella raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili dal pubblico e nella concessione di crediti per conto proprio».[11] In tale contesto, il considerando 14 della CRD — che riproduce, tralaticiamente nei testi della disciplina bancaria europea via via succedutisi, un principio già espresso anche in un periodo anteriore alla Prima Direttiva[12] — offre una spiegazione storica e teleologicamente significativa: l'individuazione dell'ente creditizio deve essere tanto ampia da ricomprendere forme di raccolta diverse dai depositi, ivi inclusa l'emissione continuativa di obbligazioni e altri titoli analoghi funzionali alla concessione professionale del credito, al fine di evitare condotte elusive, come confermato dalla giurisprudenza europea.[13]

10 Concorre a escludere tale idoneità anche l'assenza di una relazione fiduciaria con il titolare, sulla quale l'EBA pone l'accento quale elemento che, unitamente ai termini contrattuali, determina le modalità con cui il rimborso è atteso e può essere richiesto: è tale relazione, fondata sulle attese comportamentali proprie della clientela bancaria, a caratterizzare i depositi e a giustificarne uno scrutinio del rischio comportamentale diversamente atteggiato. Cfr. *infra*, nota 16 e § 3.5.2.

11 CRR, cit. *supra*, nota 1, in particolare articolo 4, paragrafo 1, punto 1, lettera a).

12 Prima direttiva del Consiglio 77/780/CEE, del 12 dicembre 1977, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio, GUCE L 322 del 17 dicembre 1977, pp. 30-37 («Prima Direttiva»); CRD, cit. *supra*, nota 1, considerando 14.

13 Corte di giustizia, 11 febbraio 1999, causa C-366/97, *Procedimento penale a carico di Massimo Romanelli e Paolo Romanelli*, ECLI:EU:C:1999:71, Racc. 1999, I-855. La Corte ha ricondotto agli «altri fondi rimborsabili» anche gli strumenti finanziari che, pur non intrinsecamente rimborsabili, siano oggetto di un accordo contrattuale di restituzione delle somme versate, nel contesto della nozione di ente creditizio e del correlato divieto, per i soggetti non autorizzati, di svolgere attività consistente nella raccolta di fondi rimborsabili dal pubblico congiunta alla concessione di credito per conto proprio. Sulla sentenza *Romanelli*, si vedano, in luogo di molti, G. Cocco, *I fondi rimborsabili nella raccolta abusiva di risparmio. Le direttive comunitarie e la fattispecie incriminatrice dell'art. 130 t.u. in materia bancaria*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 1999, pp. 760-769; M. Vereecken, *Seuls des établissements de crédit peuvent recevoir des fonds remboursables du public. Mais que comprend la notion de fonds remboursables?*, in *Euredia*, 1999, pp. 233-236. La pronuncia si colloca nel contesto della definizione di ente creditizio e della funzione anti-elusiva tradizionalmente associata alla relativa disciplina, volta a evitare che soggetti non autorizzati raccolgano professionalmente fondi dal pubblico destinati all'esercizio del credito. Il criterio interpretativo ivi elaborato non è, pertanto, suscettibile di automatica trasposizione all'individuazione dei «*core banking*

La medesima formula rileva oggi, nel diverso contesto dell'articolo 21c della CRD VI, il quale individua i «*core banking services*» la cui prestazione da parte di imprese di Paesi terzi può attivare il requisito di stabilimento tramite succursale, rinviando all'Allegato I della CRD che elenca tra gli stessi la raccolta di depositi e altri fondi rimborsabili.

Prima di esaminare le singole disposizioni, va rilevato che l'espressione «altri fondi rimborsabili» compare, in forma disgiuntiva, anche nell'articolo 9 della CRD, che riserva agli enti creditizi la raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili dal pubblico. Al pari della definizione di ente creditizio, tale disposizione delimita l'attività bancaria e ne previene l'elusione; non individua i servizi che attivano il requisito di succursale, funzione propria dell'articolo 21c, e non è pertanto oggetto di autonomo esame nel presente lavoro.

Già a una lettura del dato letterale emerge che espressioni simili, ma non sempre coincidenti, vengono utilizzate in fonti stratificatesi nel tempo, con riferimento ora alla definizione soggettiva di ente creditizio, ora all'individuazione oggettiva di attività imprenditorialmente prestate, ora ai servizi bancari rilevanti.

Nel passaggio dall'una all'altra fonte, alla congiunzione disgiuntiva subentra quella cumulativa, l'endiadi raccolta-finanziamento lascia il posto a una voce autonoma e l'attività d'impresa si trasforma in servizio.

Gli esiti ermeneutici spesso incerti che ne derivano discendono dalla circostanza che una medesima espressione lessicale ricorre nell'ordinamento in ambiti differenti e non perfettamente sovrapponibili: la difficoltà si accentua quando criteri e argomenti elaborati in uno di tali ambiti vengono trasferiti nell'altro in modo automatico o comunque attraverso adattamenti e distinguo non sempre lineari, pur in presenza di funzioni regolatorie distanti. Ciò non dovrebbe sorprendere: come osservato dalla dottrina con riguardo ai concetti giuridici a contenuto variabile non cristallizzati in definizioni positive precettive, una stessa espressione può assumere portata diversa a seconda del contesto nel quale è impiegata, senza che ciò determini una contraddizione sistematica, ove ciascuna accezione risulti coerente con la *ratio* e con la funzione della disciplina di riferimento.

L'intervento chiarificatore dell'EBA e i limiti dell'interpretazione meramente formale — Il traguardo ermeneutico da raggiungere, in presenza di formule identiche o prossime ma collocate in contesti attigui e distinti, non è attribuire loro un significato a priori forzosamente unitario, bensì coglierne la funzione di volta in volta assolta.

Nel caso che qui ci occupa, questa esigenza discende non soltanto, come indicato dall'EBA, dall'assenza di una definizione normativa di «*deposit*», «*other repayable funds*» e «*from the public*», ma anche dalla necessità di evitare che categorie concepite per delimitare il perimetro soggettivo degli enti creditizi siano utilizzate, senza adeguata ponderazione, in altri ambiti, oggi nell'individuazione dei «*core banking services*» rilevanti ai fini del requisito di stabilimento.[14]

Criticità resa ancora più attuale dalla crescente attenzione che la locuzione sta ricevendo da parte di legislatori nazionali, autorità competenti e operatori del mercato: ove non ricondotta al corretto quadro sistematico, essa rischia di alimentare letture non coerenti con la funzione della nuova disciplina.

I tentativi, infatti, di contenere la portata della nozione di «*other repayable funds*» attraverso criteri correttivi volti a circoscrivere il concetto di obbligo o diritto alla restituzione o, in seconda battuta, la localizzazione o meno della emissione/servizio nel territorio — basati, ad esempio, sulla protezione del

services» rilevanti ai fini di un diverso disposto normativo, vale a dire dell'articolo 21c della CRD VI, che deve essere condotta alla luce della specifica funzione prudenziale del requisito di succursale.

14 V. *supra*, nota 4; sulle indicazioni dell'EBA relative all'assenza di definizioni dei termini rilevanti, cfr. EBA, *Opinion of the European Banking Authority on matters relating to the perimeter of credit institutions*, EBA/Op/2014/12, 27 novembre 2014, e l'annesso *Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States*, 27 novembre 2014; cfr. altresì *infra*, nota 51.
15 P. Bologna, *Banks' maturity transformation: risk, reward, and policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 1159, dicembre 2017; D.W. Diamond, P.H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *Journal of Political Economy*, 1983, vol. 91, n. 3, pp. 401-419; I. Drechsler, A. Savov, P. Schnabl, *Banking on Deposits: Maturity Transformation without Interest Rate Risk*, in *Journal of Finance*, 2021, vol. 76, n. 3, pp. 1091-1143. Cfr. inoltre Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools* e *Basel III: the Net Stable Funding Ratio*, citt. *supra*, nota 9. Nella dottrina italiana, cfr. M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, 5ª ed., Bologna, il Mulino, 2021; G. Forestieri, P. Mottura, *Il sistema finanziario*, 7ª ed., Milano, Egea, 2017; nonché, in prospettiva empirica, G. Ferrero, A. Nobili, G. Sene, *Credit risk-taking and maturity mismatch: the role of the yield curve*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 1220, aprile 2019.

capitale, sull'accentramento dello strumento, sulle fasi e modalità di distribuzione o sulla qualificazione prudenziale della passività — risultano spesso macchinosi e non pienamente soddisfacenti.

Si tende, infatti, a correggere a valle una premessa troppo ampia — quella per cui ogni strumento rimborsabile sarebbe, in quanto tale, un «*other repayable fund*» — anziché interrogarsi a monte sulla funzione che la nozione è chiamata ad assolvere e su quali caratteristiche funzionali tali fondi debbano quindi coerentemente avere per giustificare l'assoggettamento ai nuovi presìdi introdotti dal legislatore europeo, applicabili in pari misura ai depositi.

Il dato decisivo, come emerge anche dagli interventi dell'EBA, non è la mera esistenza di un obbligo di rimborso — incorporato in un'obbligazione *plain vanilla* o strutturata, *capital protected* o meno, senior o subordinata —, bensì il modo in cui il relativo diritto possa essere esercitato e la conseguente idoneità della passività a generare rischi che rilevano, in ultima istanza, per il sistema finanziario.

La delimitazione della nozione richiede, pertanto, di individuare quelle forme di provvista i cui termini per la restituzione siano potenzialmente idonei a innescare la vulnerabilità cui risponde l'introduzione del nuovo presidio.

«Credit intermediation - maturity transformation» quale attività-rischio bancario rilevante a fini prudenziali — Nel quadro prudenziale europeo, il profilo dell'attività bancaria divenuto specificamente rilevante, a seguito delle esperienze concrete da cui si è sviluppato l'intero *Banking Package*, è più circoscritto rispetto a quello sotteso alla nozione generale di «ente creditizio» e si identifica nell'intermediazione creditizia che generi trasformazione delle scadenze.[15] È solo la «*maturity transformation*» a generare il disallineamento strutturale tra passività liquide o a breve termine e attività illiquide o a più lunga scadenza, dal quale discendono il rischio di liquidità, il «*behavioural risk*», il «*run risk*», che inficiano la stabilità a livello locale con potenziali effetti di contagio sistemico.

Non si è, in tali ipotesi, in presenza di «*ordinary capital market funding*», poiché tali strumenti — anche autonomamente considerati, ossia anche in assenza di concessione di finanziamenti nel territorio — devono avere un'intrinseca idoneità a generare rischi sistemici. Il che significa che essi incorporano un diritto alla restituzione a richiesta, senza penali o restrizioni significative, e che, dunque, sotto questo profilo, sono individuabili attraverso una c.d. «*deposit-likeness*», secondo la formula utilizzata dall'EBA applicabile a prodotti che sono *like deposits but not deposits*.[16]

L'EBA guarda anche alla relazione tra il titolare e la banca. La provvista «*deposit-like*» si colloca in una relazione qualificata, che incide tanto sull'accessibilità dei fondi quanto sul comportamento in condizioni di *stress*. Il titolare di un'ordinaria obbligazione instaura invece con la banca il tipico rapporto tra investitore ed emittente: un rapporto, per così dire, distante, fondato soltanto sui *terms and conditions* dello strumento, che non varia a seconda che l'emittente sia *corporate*, sovrano o bancario. La banca agisce quale emittente, senza che rilevi la natura della sua attività e senza che sia percepita quale prestatore di un servizio bancario.

Al di fuori di tali ipotesi, le obbligazioni bancarie non presentano, di per sé, profili di rischio rispetto ai

15 P. Bologna, *Banks' maturity transformation: risk, reward, and policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 1159, dicembre 2017; D.W. Diamond, P.H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *Journal of Political Economy*, 1983, vol. 91, n. 3, pp. 401-419; I. Drechsler, A. Savov, P. Schnabl, *Banking on Deposits: Maturity Transformation without Interest Rate Risk*, in *Journal of Finance*, 2021, vol. 76, n. 3, pp. 1091-1143. Cfr. inoltre Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools* e *Basel III: the Net Stable Funding Ratio*, citt. *supra*, nota 9. Nella dottrina italiana, cfr. M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, 5ª ed., Bologna, il Mulino, 2021; G. Forestieri, P. Mottura, *Il sistema finanziario*, 7ª ed., Milano, Egea, 2017; nonché, in prospettiva empirica, G. Ferrero, A. Nobili, G. Sene, *Credit risk-taking and maturity mismatch: the role of the yield curve*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 1220, aprile 2019.

16 EBA, *Guidelines on harmonised definitions and templates for funding plans of credit institutions under Recommendation A4 of ESRB/2012/2*, EBA/GL/2019/05, 9 dicembre 2019 (ESRB: European Systemic Risk Board), Allegato I (Parte II, sezione 4, par. 4.2, «*Insured and uninsured deposits and uninsured deposit-like financial instruments*», riga 030) e *template* P 02.01, che sostituiscono le precedenti *Guidelines on harmonised definitions and templates for funding plans of credit institutions under Recommendation A4 of ESRB/2012/2*, EBA/GL/2014/04, 19 giugno 2014; cfr. già, con riferimento a queste ultime, EBA, Single Rulebook Q&A 2016_2714, *Validation rule v4134_m*, risposta finale pubblicata il 3 febbraio 2017, secondo cui «*If these instruments are deposit-like and sold to retail customers they shall be reported in row 030 of P 02.01*»; per le *Additional Liquidity Monitoring Metrics*, Regolamento di esecuzione (UE) 2024/3117 della Commissione, del 29 novembre 2024, che stabilisce norme tecniche di attuazione per l'applicazione del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le segnalazioni degli enti a fini di vigilanza e che abroga il regolamento di esecuzione (UE) 2021/451 della Commissione, GUUE L 2024/3117 del 27 dicembre 2024 (cfr. *infra*, nota 60); EBA, Single Rulebook Q&A 2020_5518 e Regolamento delegato (UE) 2015/61, citt. *supra*, nota 8; EBA, *Guidelines on the authorisation of third-country branches in accordance with Article 48c(8) of Directive 2013/36/EU*, EBA/GL/2026/08, *Final Report* del 7 luglio 2026. Tali interventi, pur adottati per finalità specifiche, rendono visibile un orientamento interpretativo coerente sulla rilevanza prudenziale-sistemica delle forme di raccolta assimilabili ai depositi.

quali il requisito di succursale, il relativo scrutinio autorizzatorio *ex ante* e le misure che ne discendono *ex post* possano operare come presidio necessario e incrementale. I rischi propri delle emissioni sono infatti già governati dalla disciplina dei mercati mobiliari e dai presìdi da essa apprestati, tra cui gli obblighi informativi e di condotta posti a carico degli emittenti e degli intermediari a vario titolo coinvolti nell'operazione. Tali presìdi tengono specificamente conto della natura bancaria dell'emittente e sono affiancati dai poteri di intervento attribuiti alle autorità di vigilanza a tutela della stabilità e dell'integrità del sistema. Al riguardo ed al di là delle esigenze prudenziali cui gli stessi *consideranda* della CRD VI fanno riferimento, non emerge, infatti, alcuna lacuna — peraltro mai riscontrata — che il nuovo requisito di succursale debba essere chiamato a colmare.

Equivalenza e comparabilità prudenziale - Esclusione di un giudizio sulla qualità degli emittenti e degli strumenti quale filtro selettivo di accesso ai mercati dei capitali — Sullo sfondo delle letture maggiormente conservative si colloca in realtà la preoccupazione che emittenti bancari di Paesi terzi, non assistiti da regimi prudenziali e di vigilanza sufficientemente affidabili, possano accedere ai mercati dei capitali dell'Unione. In questa prospettiva, il requisito di succursale verrebbe valorizzato quale strumento per sottoporre il quadro prudenziale e di vigilanza del Paese d'origine a un vaglio preventivo di equivalenza che impedirebbe l'ingresso di emittenti che non offrano garanzie sufficienti in termini di solidità patrimoniale.

L'argomento sovrappone, tuttavia, piani distinti. L'equivalenza in senso tecnico è una valutazione formalizzata e generale del regime di un Paese terzo, compiuta a livello unionale nei casi previsti dalla disciplina europea e destinata a produrre gli effetti da questa stabiliti. Nel regime delle succursali, l'autorità nazionale applica i criteri di classificazione e trae le conseguenze dalle valutazioni unionali rilevanti sul quadro prudenziale, di vigilanza e di riservatezza del Paese d'origine, al fine di calibrare gli obblighi e i presìdi applicabili alla presenza locale; non assume una seconda decisione di equivalenza né formula un giudizio sulla solvibilità della singola banca.[17]

17 Ai sensi degli articoli 48a e 48b della CRD, come modificata dalla CRD VI, la succursale può essere considerata «qualificata» (*qualifying third-country branch*) — e, ricorrendo gli ulteriori presupposti dimensionali e di attività, essere classificata nella classe 2 — solo ove il Paese terzo in cui è stabilita la *head undertaking* sia stato valutato dalla Commissione europea come dotato di un regime prudenziale e di vigilanza, nonché di requisiti di riservatezza, almeno equivalenti a quelli dell'Unione, e non figuri tra i Paesi terzi ad alto rischio in materia di antiriciclaggio e

Il requisito di succursale non può, pertanto, trasformare tale valutazione in un controllo sulla qualità degli strumenti di raccolta attraverso quello operato sul relativo emittente.

Diversamente opinando, la comparabilità finirebbe per svolgere una funzione di sbarramento preventivo all'accesso ai mercati dei capitali, attribuendo alle autorità di vigilanza, attraverso un giudizio assimilato a quello di equivalenza, un potere di preselezione destinato a operare soltanto nei confronti delle imprese di Paesi terzi e soltanto in quanto emittenti di natura bancaria. Poiché il regime delle succursali è territorialmente ancorato — l'autorizzazione rilasciata in uno Stato membro non essendo automaticamente riconosciuta dagli altri —, ne deriverebbe un effetto marcatamente distorsivo: non solo si riprodurrebbe la frammentazione che la CRD VI intende superare, ma la si esporterebbe addirittura dal sistema bancario a quello dei mercati dei capitali. Lo scrutinio riserverebbe agli emittenti bancari extra-UE un trattamento deteriore rispetto agli emittenti societari e sovrani, in potenziale tensione con l'impostazione della IOSCO, recepita nel diritto dell'Unione, che privilegia presìdi informativi e di condotta rispetto a un giudizio preventivo sull'emittente. Un simile esito sarebbe da conciliare, inoltre, con il canone di non discriminazione cui è informata anche la disciplina europea dei poteri di *product intervention* attribuiti alle autorità di vigilanza, qui pure ampiamente esaminata.

Profili comparatistici — Al di là delle diverse argomentazioni adottate nei singoli ordinamenti, non consta che — fatta eccezione per l'Italia — obbligazioni bancarie ordinarie siano state tradizionalmente considerate idonee a far sorgere requisiti autorizzatori quale prerequisito per l'offerta, il *listing* o la commercializzazione di obbligazioni di enti di Paesi terzi, mentre si è da sempre adottata una riserva assoluta per i depositi e i titoli a vista. L'assenza, nei lavori preparatori e nella disciplina di attuazione degli Stati membri — anche con riferimento alla CRD VI —, di un'esplicita elaborazione di criteri volti a individuare forme di *funding* rilevanti riflette la neutralità storicamente consolidata di tali questioni.

Le discussioni oggi emerse in alcune giurisdizioni muovono precisamente dalla tradizionale esclusione generalizzata dai regimi autorizzatori e regolamentari delle forme di reperimento di risorse finanzia-

contrasto al finanziamento del terrorismo. Ne emerge che il giudizio di equivalenza rilevante ai fini della classificazione ha natura unionale ed è distinto dalla valutazione rimessa alla singola autorità nazionale, la quale si limita a trarne le conseguenze ai fini della calibrazione dei presìdi applicabili alla succursale.

vedi l'articolo online | versione in inglese

rie incorporate in strumenti finanziari. Sebbene nulla sia mutato sul piano testuale, tale impostazione rende oggi complesso, secondo alcuni, individuare, sul piano di tecnica interpretativa, le modalità attraverso cui, nonostante la menzionata «esclusione», includere nel perimetro del requisito di succursale gli strumenti che presentino eccezionalmente caratteristiche «*deposit-like*» (ma, probabilmente, le posizioni già assunte in sede di attuazione, negli Stati membri, di quanto già disposto dall'Allegato I della CRD potranno concorrere a confermare i precedenti orientamenti, che avevano tenuto conto di quelle esclusioni). Al di là di tali dibattiti, l'assetto fondamentale del mercato europeo rimane orientato alla continuità con le prassi previgenti, e non vi sono elementi che lascino presagire un'estensione della portata dell'espressione «*other repayable funds*» all'«*ordinary capital market funding*».

Posizione italiana: orientamento conservativo e relativo contesto; prospettive di superamento alla luce della nuova disciplina — L'impostazione che ha tradizionalmente caratterizzato la prassi regolamentare e applicativa nell'ordinamento italiano con riferimento alle emissioni obbligazionarie bancarie di enti di Paesi terzi ha visto, invece, nell'autorizzazione preventiva della Banca d'Italia per la raccolta di depositi — o il rispetto dei requisiti di passaporto, a seconda dei casi — un prerequisito ai fini della relativa commercializzazione nel territorio nazionale. Il tratto decisivo di questa lettura risiedeva nella valorizzazione congiunta della natura bancaria dell'emittente, della rimborsabilità dello strumento e dell'operatività rivolta al territorio. Poiché la banca è il soggetto che raccoglie professionalmente provvista attraverso depositi o fondi rimborsabili per impiegarli nell'esercizio del credito, si è ritenuto che, quando un ente di Paese terzo si rivolgesse al pubblico mediante obbligazioni o altri titoli di debito, esso svolgesse nel territorio un'attività bancaria riservata, intesa nella sua dimensione d'impresa. Di conseguenza, in assenza di un regime autorizzatorio calibrato sulla mera emissione o commercializzazione di strumenti finanziari (i.e. sulla raccolta di «altri fondi rimborsabili»), il titolo richiesto è stato, nella prassi, quello relativo alla raccolta di depositi, sebbene gli emittenti in parola non intendessero porla in essere.

Questo approccio presentava una propria giustificazione storica nel contesto di un ordinamento in cui la banca era considerata un'impresa speciale assoggettata a penetranti controlli pubblici, trovando fondamento nell'art. 47 Cost.,[18] che affida alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme e di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito. In un quadro nel quale il risparmio era ancora percepito come ricchezza o liquidità delle famiglie non destinata al consumo immediato, e la moderna distinzione tra risparmio e investimento non aveva ancora raggiunto l'attuale articolazione normativa e il correlato grado di autonomia concettuale e regolatoria, il ricorso alla disciplina bancaria poteva apparire come l'unico strumento coerente ed effettivamente disponibile per assicurare la protezione degli investitori e del mercato.

L'evoluzione del diritto positivo ha, tuttavia, delineato due quadri regolatori complementari ma distinti, supportati dal riparto normativo espresso dall'art. 23, comma 4, TUF,[19] ai sensi del quale la disciplina dei servizi e delle attività di investimento opera come disciplina speciale rispetto alla normativa bancaria. Pietra angolare di questo assetto è l'articolo di apertura del TUF, che esclude dalla categoria dei prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari: il deposito non configura un investimento, poiché la sua funzione economico-giuridica si arresta alla custodia e alla disponibilità della liquidità, laddove le obbligazioni appartengono alla sfera dell'impiego del capitale a fini di arricchimento, essendo attratte nel perimetro del mercato mobiliare anche quando l'emittente sia una banca. La prassi applicativa evidenzia che un ricorso alla disciplina bancaria sarebbe meramente nominalistico: a seguito dell'emissione, la disciplina di trasparenza bancaria del Titolo VI TUB[20] e i rimedi dell'ABF[21] sarebbero inapplicabili, poiché gli investitori restano tali nei rapporti con l'emittente e non ne diventano clienti bancari. Simmetricamente, lo stesso TUB rinvia al TUF per quanto attiene ai prodotti, servizi e alle attività di investimento.

18 Articolo 47 Cost.; Corte costituzionale, Servizio studi, *La tutela del risparmio. Quaderno di sintesi della giurisprudenza costituzionale*, a cura di G. Ariolli, ottobre 2008. In dottrina, cfr. G. Visentini, *Credito e risparmio. Risparmio e credito nella Costituzione*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, 1988; F. Merusi, Art. 47, in G. Branca (a cura di), Commentario della Costituzione, Bologna, Zanichelli, 1980, pp. 153 ss.

19 Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria («TUF» o «Testo Unico della Finanza»), in particolare articoli 1, 7-*bis* e 23, comma 4, nel testo vigente.

20 Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia («TUB» o «Testo Unico Bancario»), in particolare articoli 1, comma 2, lettera a), 10, 11, 12 e 14-*bis*, nel testo vigente.

21 Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, provvedimento del 29 luglio 2009 e successive modifiche, Sezione I, par. 1.1; articolo 128-*bis* TUB e Disposizioni della Banca d'Italia sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari, per l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF); articolo 32-*ter* TUF e regolamento della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) sull'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), adottato con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016 e successive modificazioni.

È in questo solco che si inserisce il recepimento dell'articolo 21c attraverso l'articolo 14-*bis* TUB, che non ha operato una tipizzazione delle singole categorie di strumenti rilevanti né ha introdotto automatismi fondati sulla loro rimborsabilità formale, lasciando all'interprete la relativa determinazione, in coerenza con il diritto positivo interno e di derivazione europea e con i princìpi sottesi.[22]

Nel TUB sono oggi chiaramente distinti i due ambiti nei quali viene in rilievo la raccolta di fondi con obbligo di rimborso o restituzione.

Nel primo, la formula concorre a definire la banca e la complessiva attività bancaria, individuata nella raccolta del risparmio tra il pubblico — intesa come acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma — congiunta all'esercizio del credito. Ciò attraverso diversi rinvii da tenere a mente e da leggersi unitariamente: l'articolo 1, comma 2, lettera a), definisce la banca come l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria; l'articolo 10 individua quest'ultima nella raccolta del risparmio tra il pubblico congiunta all'esercizio del credito, cui attribuisce carattere d'impresa; l'articolo 11, comma 1, qualifica a sua volta la raccolta del risparmio come «acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma».

Nel secondo, l'articolo 14-*bis* TUB, mediante il distinto riferimento all'articolo 1, comma 2, lettera f), numeri 1), 2) e 6) — disposizione preesistente, di derivazione unionale, che riproduce l'elenco delle attività ammesse al mutuo riconoscimento di cui all'Allegato I della CRD —, individua ora le attività ed i singoli servizi bancari di base la cui prestazione nel territorio da parte di un ente di Paese terzo determina l'obbligo di stabilimento tramite succursale e, per quanto qui interessa, la «raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione». Il rinvio così operato dall'articolo 14-*bis* è diretto alla sola lettera f) del comma 2 dell'articolo 1 e non consente di risalire alle norme definitorie dianzi richiamate né alle relative interpretazioni, che, pur facendo riferimento ad altri fondi rimborsabili e ad attività, sono collegate a distinte finalità.

22 Il riesame dell'orientamento tradizionale consente altresì di tenere conto delle soluzioni applicative accolte negli altri ordinamenti dell'Unione, in coerenza con la finalità di armonizzazione perseguita dalla CRD VI e con l'esigenza di preservare condizioni concorrenziali uniformi tra gli Stati membri, evitando fenomeni di arbitraggio regolamentare.

Mentre nel primo contesto la formula ha assunto sin dalla sua origine storica una portata ampia e anti-elusiva, in quanto funzionale all'identificazione della banca nella sua dimensione d'impresa, nell'articolo 14-*bis* essa opera nel diverso quadro della CRD VI, in cui non viene in rilievo qualsiasi raccolta di provvista riconducibile all'attività dell'impresa-banca, bensì la prestazione di un'attività o servizio autonomamente considerato che, anche disgiunto dall'esercizio locale del credito, sia di per sé idoneo a generare rischi sistemici territorialmente rilevanti.

Le forme di raccolta rilevanti in tale contesto, secondo quanto emerge dalla lettura fin qui operata, dovrebbero incorporare, per le loro caratteristiche strutturali e comportamentali, un'intrinseca rischiosità che giustifica il presidio territoriale della succursale e lo scrutinio preventivo ai fini dell'accesso al mercato degli Stati membri e i conseguenti adempimenti. Gli ordinari strumenti dei mercati dei capitali, invece, non presentano tale rischiosità in via strutturale, ma possono assumere rilevanza sistemica soltanto in concreto e in via eventuale.

La logica sottesa può essere così sintetizzata: alla rischiosità sistemica connaturata ai depositi e agli strumenti ad essi equiparati ai fini del presidio che per ciò stesso li accomuna corrisponde una misura imposta preventivamente; alla rischiosità sistemica soltanto eventuale degli ordinari strumenti di debito corrisponde un intervento mirato sul prodotto, sulla distribuzione o sulle pratiche finanziarie collegate in ragione delle sue caratteristiche di prodotto, diffusione, concentrazione o circolazione nel mercato locale.

A tali rischi la disciplina dei mercati dei capitali anche domestica risponde, in particolare, attraverso i poteri di *product intervention* delle autorità competenti, tra cui, in Italia, il potere attribuito alla Banca d'Italia dall'articolo 7-*bis* TUF di vietare o limitare la commercializzazione di strumenti finanziari quando ciò sia necessario per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale, il cui esercizio è soggetto a criteri di proporzionalità e non discriminazione e a valutazioni periodiche pubblicate dalla stessa Autorità.[23]

23 MiFIR, articoli 40, 41 e 42, e Regolamento delegato (UE) 2017/567, citt. *supra*, nota 3; Banca d'Italia, *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2023; Banca d'Italia, *Potere di intervento: valutazione periodica dei rischi per la stabilità finanziaria al 31 dicembre 2025*, 27 aprile 2026.

Non si tratta, quindi, di stabilire se l'orientamento tradizionale fosse di per sé giustificabile alla luce della disciplina allora vigente e della sua storica interpretazione, nel contesto in cui si è formato, ma se esso sia replicabile nel nuovo assetto ordinamentale, radicalmente diverso: e la risposta è negativa. Quell'orientamento si era sviluppato in assenza di un regime armonizzato di accesso al mercato bancario dell'Unione da parte delle imprese di Paesi terzi e prima dell'evoluzione del *Banking Package* e del *framework* prudenziale di Basilea, mentre oggi l'articolo 21c attribuisce all'espressione «*other repayable funds*» una funzione diversa, cui è stata data attuazione con il nuovo articolo 14-*bis* TUB. Una tale posizione non solo sarebbe coerente con l'interpretazione unionale e con quella accolta negli altri Stati membri, ma, sotto il profilo del diritto interno, valorizzerebbe la complementarità tra diritto bancario e diritto dei mercati mobiliari e così lo stesso disposto dell'articolo 47 Cost., che passa anche per l'individuazione della modalità di protezione più efficiente, secondo le caratteristiche, i rischi, le finalità e le aspettative propri del risparmio (bancario) e dell'investimento (finanziario).

In tale mutato scenario, l'allineamento dell'orientamento italiano alla posizione degli altri Stati membri può già derivare pianamente da una interpretazione letterale e funzionale del combinato disposto degli articoli 14-*bis* e 1, comma 2, lettera f), TUB, senza necessità di modifiche normative di rango primario e senza incidere sulla tutela sostanziale degli investitori e del sistema, oggi adeguatamente apprestata dall'ordinamento, senza quindi la necessità di imporre presìdi prudenziali territoriali non giustificati dalla natura dell'attività svolta né proporzionati ai rischi ad essa connaturati. Tale esito eviterebbe il mantenimento di un'isolata posizione nel contesto unionale, suscettibile di produrre effetti negativi sulla competitività del mercato italiano e sulla varietà degli strumenti disponibili per gli investitori.

Ambito oggettivo e soggettivo: certificates, obbligazioni strutturate ed emissioni di soggetti non bancari, in particolare holding companies di gruppi bancari — Indipendentemente dalla posizione assunta sulla portata della locuzione «*altri fondi rimborsabili*» ai fini dell'articolo 21c della CRD VI, alcune fattispecie devono comunque ritenersi escluse dal relativo ambito applicativo. Sul piano oggettivo, i *certificates* non possono essere ricondotti agli strumenti che incorporano un obbligo di rimborso o restituzione: essi si configurano pacificamente come derivati cartolarizzati (securitised derivatives), e non come titoli di debito rappresentativi di un finanziamento. La prestazione dell'emittente consiste infatti nel pagamento di un *settlement amount* o *redemption amount*, determinato dalla formula di *payoff* in funzione dell'andamento di uno o più sottostanti e calcolato sulla base di un valore nozionale (*notional amount*), che costituisce un mero parametro di calcolo e non capitale preso a prestito (*borrowed money*). Coerentemente, i pagamenti di eventuali cedole, premi o altri importi periodici o finali sono collegati al *payoff* e non possono essere qualificati come interessi, poiché non assolvono una funzione remunerativa nell'ambito di un rapporto di finanziamento. Anche l'espressione *capital protection*, ove utilizzata nella documentazione o nomenclatura del prodotto, descrive in senso atecnico il risultato economico derivante dalla sua struttura — ossia un pagamento corrispondente, in tutto o in parte, all'ammontare investito, determinato dalla formula di *payoff* e da eventuali meccanismi di *floor* — e non l'adempimento di un'obbligazione restitutoria.

Una diversa riflessione si pone per le obbligazioni strutturate, che, pur potendo incorporare componenti derivative o essere legate all'andamento di sottostanti, restano titoli di debito con obbligo di rimborso del capitale prestato. Nell'analisi funzionale qui accolta, la loro esclusione discenderebbe già dalla normale assenza delle caratteristiche di cd. «*deposit-likeness*», indipendentemente dall'eventuale protezione, totale o parziale, del capitale. Secondo il diverso approccio formale, che riconduce la rilevanza dello strumento alla sussistenza di un obbligo di restituzione, la qualificazione come «*other repayable fund*» potrebbe invece venire meno per le obbligazioni strutturate non *capital protected*, ove il regolamento dell'emissione non assicuri l'integrale rimborso del capitale. Anche questa impostazione muove, per vero, dall'individuazione della prevalente natura dello strumento di investimento rispetto alla sua funzione di *funding*, prospettiva valorizzata anche dalla *Federal Reserve*.[24] Portata alle sue coerenti conseguenze, essa dovrebbe pertanto condurre all'esclusione delle obbligazioni strutturate dal novero degli «*other repayable funds*», indipendentemente dalla (o livello della) protezione del capitale. Quanto al profilo soggettivo, sebbene l'articolo 21c si riferisca alle «imprese di Paesi terzi», anziché alle

24 Board of Governors of the Federal Reserve System, 12 CFR (*Code of Federal Regulations*) Part 252, Regulation YY, *Total Loss-Absorbing Capacity, Long-Term Debt, and Clean Holding Company Requirements for Systemically Important U.S. Bank Holding Companies and Intermediate Holding Companies of Systemically Important Foreign Banking Organizations, final rule* adottata il 15 dicembre 2016, in *Federal Register*, vol. 82, n. 14, 24 gennaio 2017, pp. 8266-8315; cfr. in particolare la definizione e l'esclusione delle *structured notes* dagli strumenti di debito eleggibili ai fini dei requisiti di *Total Loss-Absorbing Capacity* (TLAC) e di *Long-Term Debt* (LTD) (*Supplementary Information*, sez. II.E.3.a, «*Structured Notes*», p. 8280), sul rilievo che «*investors in structured notes tend to pay less attention to issuer credit risk than investors in other long-term debt, because investors use structured notes to gain exposure unrelated to the covered BHC*» (ove BHC indica la *Bank Holding Company*).

vedi l'articolo online | versione in inglese

sole banche, non dovrebbero essere ricomprese nel relativo ambito applicativo le capogruppo non bancarie di gruppi bancari. Tali soggetti devono essere trattati secondo la loro effettiva natura di emittenti *corporate* — in coerenza, tra l'altro, con l'impostazione consolidatasi anche nel contesto della prassi conservativa italiana che più ha dedicato attenzione a tali elementi —; inoltre, il requisito di succursale presuppone che l'impresa sia autorizzata nel Paese d'origine alla prestazione dei servizi bancari considerati, attività, quali la raccolta di depositi, che le capogruppo non bancarie, spesso qualificate a fini prudenziali come *clean holding companies*, non possono esercitare, essendo in particolare destinate a non assumere passività operative.

Le passività operative fanno capo, infatti, alle società controllate operative, ai cui creditori quelli della *holding* risultano strutturalmente subordinati.

Guadagno raggiunto in merito alla delimitazione funzionale degli «other repayable funds»: «deposit-likeness», rischi sistemici ed effettività della vigilanza prudenziale — La nozione di «*other repayable funds*» rilevante ai fini dell'articolo 21c della CRD VI va circoscritta alle forme di provvista che, pur non essendo depositi, presentino, come indicato dall'EBA, caratteristiche di «*deposit-likeness*», vale a dire siano strutturalmente idonee a generare rischi di liquidità, comportamentali e di deflusso localmente rilevanti. Le indicazioni offerte a più riprese dall'autorità europea al riguardo esprimono un approccio tecnico, selettivo e funzionale, che attribuisce rilievo all'accessibilità e alla ritirabilità della provvista, alle attese comportamentali dei titolari e alla sua collocazione nell'ambito di una relazione bancaria; la mera rimborsabilità formale dello strumento non assurge, invece, a criterio selettivo. È rispetto a tali forme di raccolta che trovano coerente giustificazione lo scrutinio preventivo, il requisito di succursale e i connessi obblighi organizzativi, patrimoniali e informativi — dal *programme of operations* e dal *business plan* agli assetti di *governance*, ai *booking arrangements*, ai requisiti concernenti capitale e liquidità, al *reporting* e alla cooperazione tra autorità — attraverso i quali la vigilanza sulla succursale identifica, monitora e governa i rischi sistemici localmente rilevanti. Tali adempimenti non trovano, né sul piano funzionale né su quello della proporzionalità, un oggetto coerente nella mera emissione obbligazionaria, che non presenta, di per sé, le caratteristiche (di accessibilità e ritirabilità) proprie della provvista funzionale alla «*maturity transformation*», fulcro dell'architettura prudenziale di cui la stessa CRD VI è parte integrante.[25] Ove l'unico collegamento con la realtà locale e con la relativa economia reale fosse costituito dalla detenzione di strumenti di debito emessi comunque all'estero da parte di investitori stabiliti in uno Stato membro, il requisito di stabilimento finirebbe per imporre una presenza meramente nominale, priva di effettivo contenuto operativo e ridotta a un adempimento *tick-the-box*, incompatibile con l'esigenza — posta in evidenza dall'EBA anche nell'esperienza successiva alla Brexit — che la sostanza organizzativa dell'insediamento sia proporzionata all'attività effettivamente svolta e ai rischi generati.

Gli ordinari strumenti dei mercati dei capitali restano assoggettati alla disciplina loro funzionalmente propria, secondo i princìpi di proporzionalità e sussidiarietà. La distinzione è dirimente: nelle forme di provvista accostate ai depositi dal disposto dell'articolo 21c, i rischi sistemici sono strutturalmente ad esse connessi e derivano dalla loro accessibilità e ritirabilità, sicché esse sono, per ciò stesso, intrinsecamente idonee a generare dinamiche verso le quali le misure di salvaguardia, quale lo stabilimento di succursale, operano in chiave preventiva; negli ordinari strumenti di debito, invece, essi possono emergere soltanto eventualmente e in concreto, dipendendo dalle caratteristiche dello strumento e

25 La conclusione non esclude che le obbligazioni possano assumere rilievo nell'applicazione del regime prudenziale a una succursale già esistente. Ove determinate passività derivanti da strumenti di debito della *head undertaking* siano originate nell'ambito dell'operatività della succursale, contabilizzate nei relativi libri o altrimenti ricondotte al suo perimetro secondo i *booking arrangements* applicabili, esse possono rilevare ai fini della rappresentazione del *funding* locale, delle segnalazioni di vigilanza e, nei limiti previsti dalla disciplina, dei requisiti concernenti capitale e liquidità. Tale rilevanza presuppone tuttavia una succursale già operativa, una contabilità locale e criteri di imputazione degli attivi e delle passività al relativo perimetro. Non è quindi possibile invertire la sequenza logica, utilizzando le regole sul trattamento prudenziale delle passività di una succursale già costituita per qualificare la mera emissione della *head undertaking* come fatto generatore dell'obbligo di stabilimento. L'eventuale rilevanza locale delle obbligazioni costituisce un effetto della loro riconduzione all'operatività della succursale, non il presupposto della sua istituzione. Cfr. EBA/GL/2026/08, cit. *supra*, nota 16, con riguardo al *programme of operations* e ai *booking arrangements*; Regolamento di esecuzione (UE) 2026/1757 della Commissione, del 20 luglio 2026, che stabilisce norme tecniche di attuazione per l'applicazione della direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le segnalazioni delle succursali di paesi terzi, GUUE L 2026/1757 del 27 luglio 2026, applicabile dal 28 marzo 2027, adottato sulla base del progetto di norme tecniche di attuazione (*Implementing Technical Standards*, ITS) trasmesso dall'EBA (EBA, *Final Report — Final draft Implementing Technical Standards on the supervisory reporting of Third Country Branches under the minimum harmonisation regime of Directive 2013/36/EU*, EBA/ITS/2026/01, 5 marzo 2026), in materia di segnalazioni di vigilanza delle *third-country branches*; EBA, *Guidelines on instruments available for third country branches for unrestricted and immediate use to cover risks or losses under Article 48e(2)(c) of Directive 2013/36/EU*, EBA/GL/2026/03, *Final Report* del 2 marzo 2026, quanto alla dotazione patrimoniale.

vedi l'articolo online | versione in inglese

dell'emittente, nonché dalle modalità della distribuzione e dalla concentrazione della relativa detenzione, sicché i rischi sistemici eventualmente generabili da tali strumenti, in ragione di specifiche caratteristiche e della loro diffusione e circolazione, sono governati mediante l'attribuzione alle autorità di significativi poteri di intervento, da esercitarsi peraltro nel rispetto dei principi di proporzionalità, di non discriminazione e quale *extrema ratio*.[26]

Riflessioni conclusive. Risparmio e investimento: diverse aspettative, posizioni giuridiche, rimedi, autorità e tecniche di tutela — Le riflessioni che precedono conducono a confermare, sotto il profilo sistematico, le dinamiche ormai consolidate tra diritto dei mercati dei capitali e disciplina bancaria. Il diritto positivo, a livello europeo e nei singoli Stati membri, ha progressivamente delineato la relazione tra i due settori non come ambiti paralleli o alternativi, bensì come regimi specifici e complementari, ciascuno costruito secondo tecniche di tutela coerenti con la natura dell'operatività regolata. La distinzione risparmio/investimento non è solo sociologica, ma giuridica e strutturale: governa il riparto delle regole applicabili, delle autorità competenti e dei rimedi esperibili, ed è pienamente allineata con la diversa rilevanza attribuita a depositanti e titolari di strumenti finanziari nel Banking Package e nella BRRD. Quando vengono in rilievo ordinari strumenti mobiliari, la tutela degli investitori, la praticabilità dei meccanismi di risoluzione e la stabilità del sistema operano nel perimetro dei mercati dei capitali attraverso obblighi di informazione, condotta e *product governance*, presidiati dai penetranti poteri di *product intervention* e di controllo attribuiti anche alle autorità di vigilanza del settore bancario.

La qualificazione dell'investitore in strumenti obbligazionari bancari come figura distinta dal risparmiatore non implica una compressione della tutela, ma si riflette in una diversa articolazione dei rimedi coerente con l'aspettativa economica sottesa. Nel diritto dei traffici più maturo, la tutela non è costruita in funzione dell'eliminazione del rischio, bensì della corretta formazione della decisione e della allocazione delle conseguenze dell'investimento: anche a livello comparatistico il diritto civile sviluppa costantemente cautele, pretese e indennizzi a seconda che dal commercio giuridico ci si attenda protezione ovvero arricchimento, consapevolmente esposto all'alea del mercato.

Questa impostazione si salda in modo coerente con l'assetto regolatorio dei mercati finanziari, che tutela l'investitore attraverso presidi informativi e di condotta funzionali anche a esigenze prudenziali e di stabilità del sistema. L'integrazione tra disciplina bancaria e dei mercati risponde così a una logica di complementarità, e non di sovrapposizione, tra misure di salvaguardia e tecniche di tutela.

Che il portato della disciplina finanziaria, fondato sulla distinzione tra risparmio e investimento, trovi altresì conferma nelle riflessioni proprie del diritto civile, che riconosce la diversa rilevanza assunta dalle attese ai fini della fonte e del contenuto del rapporto obbligatorio, e che le tutele apprestate dall'ordinamento siano, quindi, calibrate a seconda che l'interazione tra i suoi soggetti determini, in capo alla parte più debole, un'esigenza di protezione — statica e volta a evitare perdite — o di prestazione — dinamica e volta a conseguire uno specifico arricchimento —, potrebbe, in una scienza non esatta quale il diritto, essere sintomatico della correttezza delle posizioni assunte, essendo la coerenza sistematica uno dei pochi strumenti di verifica a disposizione dell'interprete.[26-bis]

2. Il requisito di succursale nel *Banking Package*: origine, funzione prudenziale e rischi rilevanti

2.1 *Dalla frammentazione dei regimi nazionali al requisito di succursale: finalità, sostanza organizzativa e vigilanza locale*

Nel contesto del sistema finanziario contemporaneo, intrinsecamente transfrontaliero, l'obiettivo di stabilità convive con l'esigenza di preservare condizioni di concorrenza coerenti con il mercato interno e con la dimensione globale dell'operatività bancaria e dei mercati dei capitali.

L'intervento del legislatore europeo muove dalla presa d'atto dell'eterogeneità dei regimi nazionali applicabili all'accesso e allo svolgimento di attività e servizi bancari da parte di enti di Paesi terzi, eterogeneità che, non consentendo una vigilanza effettiva, poneva a rischio la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato dell'Unione.[27]

26 V. *supra*, nota 23.

26-*bis* Cfr. C. Castronovo, L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto, in Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni, I, Milano, 1995, pp. 147 ss., da cui prende le mosse la più matura elaborazione dell'A. sulla distinzione tra obblighi di prestazione, obblighi di protezione e illecito aquiliano e sulle aspettative sottostanti alle diverse forme di responsabilità di diritto civile.

27 Il considerando 17 della CRD VI rileva che la frammentazione dei regimi nazionali applicabili alle succursali di Paesi terzi, in assenza di norme prudenziali e di meccanismi di cooperazione in materia di vigilanza a livello dell'U-

vedi l'articolo online | versione in inglese

Il fenomeno è emerso con particolare evidenza alla luce dell'evoluzione dello scenario successivo alla *Brexit*, con conseguenti fenomeni di arbitraggio regolamentare e competizione tra giurisdizioni. La prestazione *cross-border* di tali attività e servizi aveva, nella prassi, ingenerato incoerenze applicative, lacune informative e di supervisione e difficoltà di coordinamento tra le autorità competenti.[28]

Anche ove fosse presente una succursale, si creava spesso uno scarto tra l'operatività economicamente svolta nello Stato membro e la presenza locale, poiché restavano accentrati presso la *head undertaking*, anche attraverso modelli di *internal booking*, gli elementi patrimoniali, gli attivi e la liquidità, nonché le funzioni critiche, i dati e il personale.[29] [30] In tale configurazione, uno *shock* della casa madre poteva propagarsi ai canali locali di raccolta e finanziamento, determinando tensioni di liquidità, interruzioni nelle attività correnti o fenomeni di deflusso,[31] non perché l'autorità competente dello Stato membro ospitante fosse giuridicamente priva di poteri di vigilanza, ma perché difettavano una struttura operativa e un patrimonio di riferimento sul quale esercitarli.

La *Brexit* rappresenta soltanto il fatto storico che ha reso particolarmente visibile la profondità della frammentazione esistente. Nella prospettiva del legislatore europeo, la necessaria armonizzazione dei presìdi prudenziali era possibile perseguendo un approccio di *substance over form*, che subordinasse ad una reale presenza locale lo svolgimento di attività critiche per il sistema su cui fosse possibile esercitare una vigilanza effettiva a salvaguardia della sua stabilità.[32]

Nella CRD VI, quindi, la prestazione di «*core banking services*» viene ricondotta a un insediamento autorizzato, dotato di una sostanza patrimoniale e organizzativa commisurata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'operatività svolta e funzionale all'effettivo esercizio della vigilanza.[33]

Ne emerge con chiarezza la natura eminentemente prudenziale del requisito, costruito attorno all'esigenza di prevenire, monitorare e gestire rischi che possano rappresentare una minaccia all'integrità e stabilità del sistema finanziario: elemento decisivo per comprendere sia le ragioni per le quali soltanto alcuni servizi bancari di base sono stati individuati come critici, sia le circostanze nelle quali la raccolta di «altri fondi rimborsabili» debba essere assoggettata, al pari dei depositi, a un presidio volto espressamente ad arginare rischi di deflusso, comportamentali e di liquidità.[34]

2.2 *Rischio imprenditoriale e dimensione sistemica quale fondamento della moderna disciplina bancaria*

In questa prospettiva, la CRD VI si inserisce nel percorso di completamento dell'attuazione degli standard internazionali di Basilea III, la cui logica prudenziale consente di ricostruire, nel più ampio quadro

nione, «mette a rischio la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato nell'Unione», e prevede a tal fine obblighi minimi comuni in materia di autorizzazione, norme prudenziali, *governance* interna, vigilanza e segnalazione.

28 Sui lavori preparatori, cfr. Commissione europea, Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE, COM(2021)663 final, 27 ottobre 2021, e relativa valutazione d'impatto, SWD(2021)320 final; EBA, *Report to the European Parliament, the Council and the Commission on the treatment of incoming third country branches under the national law of Member States, in accordance with Article 21b(10) of Directive 2013/36/EU*, EBA/REP/2021/20, 23 giugno 2021, che, rilevata la crescita delle attività delle succursali di Paesi terzi in un contesto di frammentazione regolamentare (106 succursali in 17 Stati membri, con attivi complessivi pari a circa 510 miliardi di euro al 31 dicembre 2020, anche per effetto della Brexit), formula raccomandazioni per un'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione, dei requisiti prudenziali — in particolare capitale, liquidità e governance interna, inclusi i *booking arrangements* — e della cooperazione con le autorità del Paese d'origine.

29 V. *supra*, nota 8.

30 V. *supra*, nota 5.

31 Sulla rilevanza autonoma della raccolta idonea a generare rischi sistemici e di deflusso, cfr. i considerando 17 e 19 della CRD VI e l'articolo 48f della CRD; v. *supra*, note 5, 7 e 8, nonché *infra*, §§ 3.5.1 e 3.5.2. In particolare, la presenza locale è imposta quale condizione di una vigilanza effettiva sull'attività svolta nel territorio. Se tale esigenza appare immediata per la concessione di crediti e il rilascio di garanzie, essa si pone anche per la raccolta, ancorché disgiunta dall'esercizio locale del credito, ove la provvista acquisita presso il pubblico dello Stato membro sia di per sé idonea a generare rischi sistemici: come avviene, in modo paradigmatico, per i depositi, la cui esigibilità a richiesta espone l'ente — e, per suo tramite, il sistema — a deflussi improvvisi e simultanei. Non a caso, il considerando 19 della CRD VI commisura gli obblighi delle succursali al «rischio che esse comportano per la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato» e individua quale indice di maggiore rischiosità l'accettazione di depositi al dettaglio oltre una determinata soglia, mentre l'articolo 48f della CRD commisura il requisito di liquidità ai «deflussi di liquidità» della succursale (cfr. *supra*, note 7 e 8). È dunque rispetto a tali rischi che occorre verificare quali «altri fondi rimborsabili» risultino assimilabili ai depositi (cfr. *infra*, §§ 3.5.1 e 3.5.2).

32 Il considerando 5 della CRD VI subordina la prestazione dei servizi bancari di base di cui ai punti 1, 2 e 6 dell'Allegato I a un «requisito per l'autorizzazione esplicito e armonizzato», ossia allo stabilimento di una succursale nello Stato membro, ferma la possibilità di operare tramite una filiazione.

33 V. *supra*, nota 7.

34 V. *supra*, note 5, 7, 8 e 31.

di riferimento, le attività — *rectius*, i servizi — poste a fondamento del nuovo requisito di succursale e capaci di determinarne l'applicazione.[35]

Il *Banking Package* è caratterizzato da elevata tecnicità ed è il risultato di un susseguirsi alluvionale di interventi normativi, accompagnati da numerosi atti preparatori e consultazioni. Ne consegue che una lettura isolata delle singole disposizioni spesso non consente di coglierne appieno la portata, la quale emerge, invece, solo ove siano ricondotte allo scopo unitario che le accomuna, permettendo così di allinearne la valenza precettiva e di ricondurre a coerenza un quadro altrimenti apparentemente composito.

Tale quadro muove dalla riconosciuta fragilità strutturale dell'attività bancaria, intrinsecamente esposta a rischi di liquidità, contagio e destabilizzazione sistemica in ragione della peculiare funzione di trasformazione delle scadenze operata attraverso l'intermediazione creditizia. Su tale premessa, il diritto dell'Unione ha progressivamente approntato strumenti diretti sia a prevenire e assorbire le crisi degli enti, sia a governarne ordinatamente gli effetti, così da tutelare una pluralità di interessi non necessariamente convergenti — tra cui la stabilità finanziaria, la continuità delle funzioni critiche, i depositanti e gli investitori, nonché le finanze pubbliche — e, pertanto, bisognosi di un bilanciamento calibrato in relazione al singolo ambito disciplinato, evitando che il costo del dissesto ricada sui contribuenti.[36]

In questo quadro si inserisce puntualmente la CRD VI e, segnatamente, l'articolo 21c qui considerato, il quale disciplina le condizioni di accesso al mercato bancario dell'Unione da parte di enti di Paesi terzi che vi svolgano «*core banking services*», nonché il relativo requisito di succursale.

35 Il *Banking Package* comprende, come visto, sia la CRD VI sia il CRR III (citt. *supra*, nota 1). Il CRR III interviene prevalentemente sul calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche, tra l'altro mediante la revisione dei metodi di calcolo dei rischi e l'introduzione dell'*output floor*; la CRD VI ne sviluppa il versante organizzativo e di vigilanza, intervenendo sui poteri delle autorità competenti, sugli assetti di *governance* e, per quanto qui rileva, sul regime armonizzato delle succursali di Paesi terzi. I due atti, pubblicati nella GUUE L del 19 giugno 2024, completano nell'ordinamento dell'Unione l'attuazione degli elementi finali del quadro di Basilea III.

36 Cfr. Consiglio dell'Unione europea, comunicato stampa 14 maggio 2019, e *Amendments to the banking union rules*, citt. *supra*, nota 1. Tali fonti riconducono le misure di riduzione del rischio nel settore bancario al rafforzamento della resilienza del sistema bancario dell'Unione e alla tutela della stabilità finanziaria, anche in ragione delle potenziali ricadute sull'economia reale.

Sebbene già la Prima Direttiva individuasse, seppur in forma embrionale, la rischiosità insita nell'intermediazione creditizia, è proprio sotto questo profilo che si coglie l'evoluzione del diritto bancario europeo e internazionale.

L'esperienza concreta delle crisi bancarie e il progressivo affinamento del *framework* prudenziale hanno infatti portato a identificare con maggiore precisione il rischio caratteristico dell'attività bancaria, che non è determinato dal mero reperimento professionale di fondi presso il pubblico destinati all'esercizio del credito — modello generico tradizionalmente sotteso, come meglio si vedrà, alla nozione di banca —, quanto dalla trasformazione delle scadenze e dal conseguente disallineamento tra attivo e passivo dell'intermediario.

Secondo la consolidata dottrina economico-finanziaria, l'attività bancaria caratteristica consisterebbe nella raccolta di fondi tipicamente a vista e nel loro impiego in attivi a più lunga scadenza; tale disallineamento ne costituisce il tratto distintivo, poiché il rischio imprenditoriale assunto dall'ente creditizio è suscettibile di assumere anche una dimensione sistemica e di giustificare l'applicazione di specifici presìdi prudenziali. In letteratura, essa è definita quale attività di «*borrowing short term and lending long term*», di «*maturity transformation*», nonché come conversione di passività a breve in attività a lungo termine, con conseguente rischio di «*maturity mismatch*» e di liquidità assunto in un'ottica imprenditoriale dalla banca ma potenzialmente rilevante per il sistema.[37]

L'evoluzione normativa è coerente con l'impostazione propria dell'analisi economica del diritto, secondo cui attività e rischio costituiscono aspetti indefettibilmente connessi ed identificativi della singola impresa i cui costi devono essere allocati sul soggetto meglio in grado di prevenirli, governarli o assorbirli. In questa prospettiva, l'attività bancaria caratteristica, soprattutto a fini prudenziali, non si identifica con la generica intermediazione tra raccolta e impieghi, ma con lo specifico modello che, attraverso la trasformazione della liquidità a breve e il disallineamento delle scadenze, genera il rischio qualificante cui sono correlati i relativi presìdi: l'individuazione dell'attività consente così di identificare il rischio e, simmetricamente, l'individuazione di quest'ultimo consente di delimitare l'attività cui il

37 V. *supra*, nota 15.

vedi l'articolo online | versione in inglese

quadro prudenziale si riferisce.[38]

2.3 «*Credit intermediation*» e «*maturity transformation*»: articolazione dei presìdi e rilevanza locale

La nozione di «*credit intermediation*», costantemente utilizzata nel quadro prudenziale dell'Unione e richiamata dalla CRD, individua la configurazione economica propria dell'impresa bancaria nella misura in cui comporta l'assunzione professionale di un rischio qualificante, idoneo a rilevare non solo sul piano imprenditoriale dell'ente, ma anche su quello regolamentare e della stabilità del sistema. Il dato decisivo non è, quindi, la mera combinazione astratta tra raccolta e impiego, bensì il modello di *business* nel quale la trasformazione di passività liquide o a breve termine in attività illiquide o a più lunga durata espone l'intermediario a tensioni di liquidità, incluso il rischio di corsa agli sportelli («*run risk*»), suscettibili di propagarsi alla collettività dei depositanti e dei risparmiatori e, per tale via, al sistema finanziario e all'economia reale. È solo questo profilo dell'attività bancaria generale, «*peculiare rispetto alle altre attività imprenditoriali*», a essere *in re ipsa* potenzialmente sistemico e a fondare la necessità del presidio prudenziale.

Basilea III identifica espressamente le banche come intermediari creditizi i cui bilanci riflettono una strutturale trasformazione delle scadenze e una conseguente esposizione a tensioni di liquidità; il relativo quadro regolamentare assume come elemento qualificante dell'attività bancaria la combinazione tra determinate passività e attività di finanziamento, al fine di fronteggiare i rischi insiti in questa configurazione operativa, potenzialmente propagabili.[39]

In particolare, pur nella consapevolezza della semplificazione operata, il quadro prudenziale elaborato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria comprende, per quanto qui rileva, i seguenti presìdi tra loro complementari:

- i requisiti patrimoniali, volti ad assicurare la capacità delle banche di assorbire perdite derivanti dai rischi assunti;
- i requisiti di liquidità, tra cui il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), specificamente diretti a mitigare tensioni di liquidità nel breve periodo e squilibri strutturali nella raccolta;
- la revisione prudenziale e la disciplina di mercato, volte a garantire adeguati assetti di *governance*, gestione dei rischi e trasparenza.

Tutti i presìdi così delineati rispondono ai rischi inerenti alla trasformazione delle scadenze: i requisiti patrimoniali tutelano la solvibilità, mentre quelli di liquidità assicurano la capacità degli intermediari di affrontare situazioni di *stress* nelle quali la provvista divenga instabile o indisponibile.

Il quadro di risoluzione conferma, poi, la distinzione tra passività depositizie — centrali rispetto all'attività bancaria e assistite da specifica tutela — e passività di mercato destinate all'assorbimento delle perdite.

L'«*ordinary capital market funding*» conserva naturalmente rilievo anche nel trattamento prudenziale di una succursale una volta che sia operativa e dotata di attivi e di un'adeguata consistenza patrimoniale, quando, in virtù di esistenti *booking arrangements*, le passività generate dall'emissione siano ricondotte al suo perimetro operativo e contabile, concorrendo alla rappresentazione dell'esposizione complessiva, della struttura del *funding*, della liquidità e del profilo delle scadenze. Tale rilevanza prudenziale dei prestiti obbligazionari ordinari opera, tuttavia, a valle e presuppone l'esistenza della succursale: non può, invertendo il rapporto logico tra presupposto ed effetto, essere utilizzata per attribuire alla mera emissione, che non abbia le caratteristiche evidenziate a più riprese, una rilevanza autonoma ai fini dell'insorgenza dell'obbligo di stabilimento.[40]

38 In termini metodologici generali, sulla correlazione tra attività rischiosa e allocazione dei costi sul soggetto meglio in grado di prevenirli, governarli o distribuirli, cfr. G. Calabresi, *The Decision for Accidents: An Approach to Nonfault Allocation of Costs*, in *Harvard Law Review*, 1965, vol. 78, p. 713 ss.; Id., *The Costs of Accidents*, Yale University Press, 1970. Il richiamo è qui utilizzato quale criterio generale di analisi del rapporto attività-rischio e non come fonte della specifica ricostruzione prudenziale dell'attività bancaria, fondata sul *framework* di Basilea e sulle fonti europee. In termini coerenti, il principio «*same activity, same risk, same rules*», ricorrente nelle elaborazioni delle autorità internazionali ed europee in materia di intermediazione finanziaria anche non bancaria, riconduce l'applicazione dei presìdi regolamentari all'attività concretamente esercitata e al rischio che essa genera, anziché alla qualificazione formale del soggetto che la esercita o dello strumento utilizzato (cfr. *supra*, nota 9).

39 V. *supra*, nota 9.

40 V. *supra*, nota 25.

La «*maturity transformation*» non è, tuttavia, alimentata indifferentemente da qualsiasi forma di provvista. Il rilievo prudenziale emerge quando agli impieghi a più lunga durata si contrappongano passività caratterizzate da accessibilità, richiamabilità e instabilità comportamentale, quali i depositi e le forme di raccolta ad essi per ciò stesso funzionalmente assimilabili. Sono queste caratteristiche — non la mera rimborsabilità — a rendere la provvista suscettibile di generare tensioni di liquidità, deflussi simultanei e «*run risk*».[41]

È, in definitiva, la possibilità di richieste simultanee di rimborso, a fronte di attivi meno liquidi, a generare la vulnerabilità strutturale che giustifica l'applicazione del requisito di stabilimento tanto ai depositi quanto agli altri fondi con obbligo di restituzione che, in ragione dei relativi termini e condizioni e delle attese comportamentali dei titolari, presentino caratteristiche normalmente assenti nelle ordinarie forme di reperimento di risorse sui mercati dei capitali.

2.4 *La posizione dell'EBA sulla funzione del requisito di succursale*

2.4.1 *Sostanza della succursale e oggetto della vigilanza locale*

Con riferimento alla funzione del requisito di succursale, la posizione dell'EBA emerge nel corso del tempo da una serie di interventi, piuttosto che da un'unica fonte chiaramente identificabile e isolata. Ciò nondimeno, nel loro insieme confermano che la finalità del requisito di succursale è garantire che servizi genuinamente localizzabili territorialmente e non riferibili alla sola *head undertaking*, in quanto idonei a generare rischi a rilevanza sistemica a livello locale, di liquidità, di deflusso o di contagio, possano essere vigilati in modo effettivo, e che ciò possa avvenire solo attraverso lo stabilimento di succursali dotate di adeguata sostanza, *governance*, capacità di *reporting* e trasparenza contabile, commisurate, secondo una logica di proporzionalità, alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'operatività svolta.

Le riflessioni elaborate dall'Autorità nel contesto successivo alla Brexit — e, in particolare, nei pareri relativi alle ricadute dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea — riguardavano certamente un contesto diverso da quello qui esaminato. Esse erano volte, in primo luogo, a evitare che fenomeni di rilocalizzazione meramente formale consentissero di beneficiare dell'accesso al mercato dell'Unione senza che si creassero strutture effettivamente idonee a identificare, assumere, gestire e presidiare i rischi generati dall'operatività locale.[42]

D'altra parte, anche da tali pareri emerge come lo stabilimento della succursale debba essere giustificato da un'attività significativa, che non riduca i relativi presìdi a un mero duplicato non incrementale rispetto all'ordinaria vigilanza che già comunque le autorità possono svolgere sull'emittente e sullo strumento. La succursale non deve essere una mera struttura organizzativa fine a se stessa né un requisito formale di accesso, ma uno strumento funzionale a rendere possibile una vigilanza locale effettiva su attività, passività, relazioni e criticità riferibili al suo perimetro operativo.

Richiedere una presenza locale ove l'unica attività indirizzata verso il singolo Stato membro consista in emissioni non aventi caratteristiche intrinseche tali da farvi emergere rischi a rilevanza sistemica finirebbe per produrre proprio quel tipo di struttura formalmente conforme ma, nella sostanza, priva sia di un collegamento territoriale che la giustifichi sia di effettivo contenuto operativo, cui l'EBA ha ripetutamente fatto riferimento come non coerente con lo scopo della vigilanza locale e con il principio di proporzionalità.

La sua funzione viene dall'EBA ricondotta alla *ratio* e alle esigenze che ne hanno suggerito l'introduzione, coerenti con l'interpretazione sistematica della normativa di riferimento e con la sua giustificazione storica: assicurare un presidio organizzativo e di vigilanza rispetto a servizi effettivamente prestati nel territorio dello Stato membro ospitante, idonei a instaurare una relazione «bancaria» con i relativi destinatari e a generare rischi a rilevanza sistemica a livello locale, che una tale presenza consente di identificare, monitorare e governare.

41 La rilevanza della relazione bancaria e delle attese comportamentali del titolare emerge anche dal trattamento prudenziale dei titoli di debito emessi dall'ente e detenuti in un *retail account* ai sensi dell'articolo 28, paragrafo 6, del Regolamento delegato (UE) 2015/61, sul quale cfr. EBA, Single Rulebook Q&A 2020_5518, entrambi citt. *supra*, nota 8. Il riferimento intende solo sottolineare come il trattamento prudenziale di tali titoli sia influenzato dall'esistenza di una relazione bancaria: tale relazione concorre a definire il comportamento atteso del titolare, rilevante nella determinazione dei deflussi in prossimità della scadenza. Il dato conferma che la veste giuridica dello strumento non è sufficiente a determinarne i profili di rischio rilevanti a fini prudenziali.

42 V. *supra*, nota [5].

È la prestazione, nello Stato membro, di un servizio dotato di tale intrinseca rilevanza apprezzabile a priori a giustificare l'applicazione del requisito di succursale; lo stabilimento e i presìdi connessi ne rappresentano la conseguenza.

2.4.2 *Le Guidelines EBA del luglio 2026: attività localmente esercitata, booking arrangements e rischi riferibili alla succursale*

La conclusione trova ulteriore conferma nelle *Guidelines* sull'autorizzazione delle succursali di Paesi terzi, in particolare in quelle pubblicate il 7 luglio 2026, che costruiscono il nuovo regime attorno al loro *programme of operations*, al *business plan*, ai requisiti di capitale e liquidità, ai *booking arrangements*, alla *governance* e alla supervisione della *head undertaking*, richiedendo che l'autorizzazione sia supportata da informazioni e condizioni prudenziali idonee ad assicurare la sana e prudente gestione dell'insediamento e la vigilanza appunto dei rischi derivanti dalle attività effettivamente svolte nel territorio dello Stato membro.

In tale contesto, non è immediatamente evidente in che modo un'ordinaria emissione obbligazionaria effettuata da un emittente bancario (*head undertaking* «teorica», non esistendo ancora alcuna succursale) possa essere qualificata come attività svolta localmente, ove la relativa passività resti imputata alla casa madre e non sia imputabile *ex ante*, sotto il profilo operativo, contabile e prudenziale, al perimetro di una eventuale *branch*.

In particolare, non è agevole individuare il criterio giuridico in forza del quale l'emissione, intesa come «*core banking service*» prestato localmente, possa considerarsi realizzata nello Stato membro e così imporvi la presenza di una succursale, cui eventualmente imputare solo *ex post* la relativa passività (imponendo per converso quindi la presenza di attività e liquidità volte al soddisfacimento della prima a livello locale).

Il collegamento territoriale, per così dire, originario non sembra infatti poter essere desunto, di per sé, dalla legge applicabile allo strumento, dalla sede di accentramento o dalla mera circostanza che l'emissione sia destinata, anche, a investitori locali. Né il ricorso al luogo in cui venga posta in essere l'attività di collocamento appare risolutivo. Da un lato, l'eventuale autocollocamento da parte dell'emittente presupporrebbe già l'esistenza di una presenza operativa e di un'attività distributiva nel territorio, ponendosi quindi su un piano distinto rispetto alla mera emissione dello strumento e rilevante sotto il profilo MiFID.

Dall'altro lato, ove il collocamento fosse effettuato da intermediari terzi indipendenti, il requisito di succursale finirebbe per essere collegato all'esistenza dell'emissione in quanto tale e non all'attività o ai servizi concretamente svolti dall'emittente nel territorio dello Stato membro. Il requisito opererebbe, in altri termini, per la sola natura bancaria dell'emittente estero che assume il ruolo di mera società-prodotto di uno strumento reso disponibile nel territorio e contabilizzato dall'emittente come propria passività (con la conseguenza che l'emissione sarebbe qualificata appunto come acquisizione di fondi, sia essa distribuita nel contesto di operazioni di mercato primario o secondario).

Un ulteriore elemento che merita riflessione è l'effettiva compatibilità del regime di decadenza o revoca dell'autorizzazione — in particolare, dei termini previsti per il mancato avvio o la cessazione dell'attività — con una lettura che individui nella mera emissione obbligazionaria e relativa commercializzazione, rivolta a investitori situati nello Stato membro o comunque accessibile nel suo territorio, un presupposto sufficiente a far sorgere l'obbligo di stabilirvi una succursale.[43]

Le medesime criticità emergono, a maggior ragione, nel caso di emissioni internazionali o multigiurisdizionali. La circostanza che un titolo sia offerto, negoziato o detenuto in più Stati membri, per il

43 Cfr. articolo 48d della CRD e articolo 14-*bis* TUB, in materia di mancato avvio o cessazione dell'attività autorizzata. La difficoltà è duplice. Da un lato, una singola emissione potrebbe rendere necessario quale prerequisito lo stabilimento di succursale, mentre la successiva assenza di nuove operazioni entro i termini previsti dalla norma porrebbe il problema della conservazione dell'autorizzazione, pur essendo la raccolta obbligazionaria fisiologicamente discontinua, in funzione delle esigenze di provvista dell'emittente e delle condizioni di mercato. Dall'altro, se la commercializzazione e l'accessibilità dei titoli sul territorio integrassero raccolta bancaria indipendentemente dall'attività svolta dagli emittenti, ovvero dall'acquisizione di nuova provvista, resterebbe da individuare che cosa costituisca l'attività da avviare, proseguire o cessare (nuove emissioni, permanenza dei titoli presso investitori locali o loro circolazione sul secondario, anche per iniziativa di intermediari terzi?). La conservazione del titolo autorizzativo finirebbe così per dipendere, alternativamente, dalla frequenza delle operazioni, dalla durata degli strumenti detenuti da titolari locali o dall'operato di soggetti diversi dall'emittente. Se bastasse, invece, la presenza di titoli ancora in circolazione, la durata dell'attività autorizzata finirebbe per coincidere con quella del prestito obbligazionario, anziché dipendere dall'effettivo esercizio di un servizio bancario nel territorio. Tale incertezza evidenzia la difficoltà di applicare il regime della succursale alla mera emissione di strumenti finanziari, quando la loro qualificazione come «*other repayable funds*» dipenda dalla sola rimborsabilità e manchi un collegamento territoriale dell'attività svolta dall'emittente.

tramite di intermediari e infrastrutture di mercato, non implica che la banca emittente presti in ciascuno di essi un autonomo servizio bancario: diversamente, una stessa emissione imporrebbe tante succursali quanti sono gli Stati membri in cui il titolo circola, in assenza di passaporto per le succursali di Paesi terzi. Ciascuna di esse sarebbe, peraltro, priva di un distinto oggetto di vigilanza, dal momento che la passività resterebbe unica e imputata alla *head undertaking* e la sua ripartizione tra i diversi Stati dipenderebbe soltanto dalla localizzazione degli investitori nella fase di mercato primario (nonché, come anticipato, nell'ottica formalistica che attribuisce rilievo all'emissione in sé quale passività rimborsabile, anche in quella di mercato secondario).

Le *Guidelines* attribuiscono rilievo centrale ai *booking arrangements*, all'identificazione delle attività e passività riferibili alla succursale e alla supervisione dei rischi a essa imputabili, sul presupposto che la *branch* rappresenti un centro di attività e di rischio effettivamente soggetto alla vigilanza dell'autorità ospitante. Tali regole, pur dettagliate, operano tuttavia a valle: disciplinano la registrazione e il trattamento prudenziale delle attività e delle passività originate, contabilizzate o altrimenti ricondotte all'operatività di una succursale già istituita — ed è in tale perimetro che le obbligazioni eventualmente ad essa riferibili rilevano ai fini della dotazione patrimoniale, della liquidità e del *reporting* — e non possono, pertanto, essere utilizzate a ritroso per localizzare *ex ante* l'emissione in sé della *head undertaking* e dimostrare il presupposto territoriale che dovrebbe giustificare l'istituzione della succursale.[44]

Ne emerge, però, chiaramente come i requisiti prudenziali cui il nuovo regime è associato — inclusi quelli in materia di dotazione patrimoniale (*capital endowment*), liquidità e classificazione della succursale, nonché gli obblighi di *reporting* disciplinati dal Regolamento di esecuzione (UE) 2026/1757[45] — siano funzionalmente correlati ai rischi sistemici generati dalle attività bancarie svolte e dalle passività territorialmente riferibili alla *branch*. Essi rispondono, in particolare, al rischio che attività e liquidità siano accentrate presso la casa madre e non restino disponibili per fronteggiare passività, deflussi e disallineamenti di scadenze riconducibili all'operatività locale in una relazione diretta con i portatori di depositi o titoli agli stessi in questo senso assimilabili; presuppongono quindi attività e rischi già individuabili a livello locale e non valgono a creare il collegamento territoriale richiesto dall'articolo 21c.[46]

Letta in tale prospettiva, la posizione dell'EBA conferma l'inidoneità di interpretazioni formalistiche e avvalora la conclusione secondo cui né la mera emissione, offerta o ammissione alla negoziazione di obbligazioni, né la loro distribuzione, possono, di per sé, giustificare l'imposizione del requisito di succursale, non generando tali attività il tipo di relazione bancaria continuativa, di infrastruttura operativa locale o di rischio territorialmente ancorato che esso è destinato a presidiare. Gli eventuali rischi restano quelli propri degli strumenti dei mercati dei capitali e come tali sono disciplinati dal relativo regime, che tiene specificamente conto anche della natura bancaria dell'emittente consentendo agli investitori di apprezzarne la portata e alle autorità competenti di monitorarli e governarli.

2.4.3 *Equivalenza e comparabilità prudenziale: portata e limiti del loro utilizzo quale filtro di accesso al sistema bancario e ai mercati dei capitali*

2.4.3.1 *La comparabilità quale criterio di calibrazione dei presìdi, non di preselezione degli emittenti di Paesi terzi di natura bancaria e dei relativi strumenti finanziari*

La preoccupazione sottesa a talune letture particolarmente conservative della nozione di «*other repayable funds*» muove proprio dall'idea che non debba essere consentito un accesso a forme di provvista presso il pubblico dello Stato ospitante da parte di «emittenti» di Paesi terzi non assistiti da regimi prudenziali e di vigilanza simili a quelli dell'Unione, e che non offrano garanzie ritenute sufficienti per apprezzarne l'effettiva solidità o patrimonializzazione, e le connesse rischiosità dei relativi strumenti.

Attraverso il requisito di succursale si permetterebbe infatti di assoggettare l'emittente bancario di Paese terzo allo scrutinio autorizzatorio dell'autorità dello Stato ospitante e, in caso di esito negativo, di precluderne l'ingresso nel territorio e la distribuzione delle relative emissioni ordinarie.

Tale impostazione richiede, tuttavia, di precisare la natura e l'oggetto dello scrutinio così attivato: l'autorità nazionale applica i criteri di classificazione della succursale e trae le conseguenze dalle valuta-

44 V. *supra*, nota 25.

45 Regolamento di esecuzione (UE) 2026/1757, EBA/ITS/2026/01 ed EBA/GL/2026/03, citt. *supra*, nota 25. Il Regolamento e le *Guidelines* completano, rispettivamente, il quadro uniforme delle segnalazioni di vigilanza e quello degli strumenti disponibili per il requisito di dotazione patrimoniale delle succursali di Paesi terzi.

46 V. *supra*, nota 8.

vedi l'articolo online | versione in inglese

zioni unionali rilevanti sul quadro prudenziale, di vigilanza e di riservatezza del Paese d'origine, senza assumere una seconda decisione di equivalenza né formulare un giudizio sulla solvibilità dell'emittente. Sotto questo profilo, i materiali dell'EBA convergono con sufficiente chiarezza in particolare su due aspetti.

In primo luogo, quando l'equivalenza prudenziale viene in rilievo nel diritto dell'Unione, essa opera nei casi e secondo le procedure specificamente previsti dalla disciplina unionale, mediante una valutazione formalizzata e generale del regime di un Paese terzo, destinata a produrre gli effetti stabiliti dalla normativa europea che la contempla; quando l'equivalenza regolamentare e di vigilanza è destinata a operare come concetto prudenziale, l'EBA la affronta infatti mediante un quadro analitico distinto, volto a supportare le decisioni formali previste dal diritto dell'Unione.

Sotto il secondo profilo, il regime delle succursali è, invece, costantemente descritto dall'EBA come un'architettura di armonizzazione minima e di vigilanza territorialmente ancorata, tant'è che l'autorizzazione rilasciata dal singolo Stato non è destinata ad essere automaticamente riconosciuta dagli altri Stati membri. Nel Report del luglio 2025, adottato ai sensi dell'articolo 21c, paragrafo 6, della CRD,[47] l'Autorità non ha trattato il nuovo regime delle succursali come uno strumento per vagliare l'adeguatezza complessiva dei regimi prudenziali dei Paesi terzi, né ha raccomandato di modificare l'articolo 21c per creare un più ampio canale di accesso fondato su tali preoccupazioni; ha piuttosto concluso che gli elementi disponibili non giustificavano una modifica della disposizione.

L'applicazione dei criteri di classificazione nel processo autorizzatorio assume quindi tutt'altra funzione: l'autorità nazionale trae le conseguenze dalle valutazioni unionali rilevanti per determinare la classificazione della succursale e calibrare l'intensità del regime prudenziale applicabile alla presenza locale. Non adotta una seconda decisione, questa volta nazionale, di equivalenza del regime del Paese terzo.

La circostanza che il regime della giurisdizione in cui è stabilita la *head undertaking* sia stato valutato a livello unionale come equivalente sotto il profilo della regolamentazione prudenziale, della supervisione e della riservatezza costituisce uno dei criteri rilevanti ai fini della qualifica e della classificazione della succursale stessa, unitamente agli ulteriori presupposti previsti dalla disciplina, incidendo così sull'intensità e ampiezza degli adempimenti cui è soggetta la *branch*, anche sotto i profili della *governance*, della dotazione patrimoniale, della liquidità, del *reporting* e delle pratiche di vigilanza.[48]

La comparabilità del regime del Paese d'origine opera quale criterio di calibrazione dei presìdi applicabili alla succursale, e non può essere utilizzata quale indice indiretto della solidità patrimoniale della singola banca.

La valutazione non ha, pertanto, di per sé come oggetto la situazione patrimoniale della singola banca, rilevante per apprezzarne l'eventuale capacità di adempiere alle proprie obbligazioni, né il merito di credito o la qualità economica degli strumenti da essa emessi.

È precisamente alla luce di tale distinzione, tra la decisione unionale di equivalenza, l'applicazione nazionale dei criteri di classificazione della succursale e il giudizio sulla solvibilità della singola banca, che può essere ricostruita, in termini coerenti, l'interpretazione qui proposta, la quale non ravvisa nel requisito di succursale uno strumento ulteriore di scrutinio sulla qualità degli strumenti di raccolta o sull'emittente, non concepibile nemmeno in via teorica per emittenti bancari europei o di altra natura.

Diversamente opinando, la comparabilità del regime del Paese d'origine, criterio di modulazione dell'ampiezza dei presìdi applicabili alla presenza locale, finirebbe per svolgere una funzione di sbarramento preventivo e di selezione dei soli emittenti extra-europei di natura bancaria e degli strumenti ammessi ai mercati dei capitali che la disciplina delle *third-country branches* non sembra consentire.

E poiché, come visto, il regime delle succursali è territorialmente ancorato e l'autorizzazione rilasciata in uno Stato membro non è destinata a essere automaticamente riconosciuta dagli altri, ne deriverebbe un effetto distorsivo, rischiandosi nuovamente una frammentazione all'interno dell'Unione, addirittura amplificata ed estesa dal sistema bancario ai mercati dei valori mobiliari. Tali interventi, riferiti al singolo emittente, si tradurrebbero in uno scrutinio preselettivo dell'ingresso nei mercati dei capitali,

47 EBA, *Report to the European Parliament, the Council and the European Commission on the exemption of third country undertakings from the requirement to set-up a branch for the provision of banking services to EU financial sector entities*, EBA/REP/2025/21, luglio 2025, adottato ai sensi dell'articolo 21c, paragrafo 6, CRD.

48 V. *supra*, nota 17.

attivato in ragione della provenienza extra-UE e della natura bancaria dell'ente, ma non previsto per gli altri emittenti di natura non bancaria attivi nei medesimi mercati, quali emittenti sovrani e *corporate*, in potenziale tensione con il canone di non discriminazione cui è informato, tra l'altro, l'esercizio dei poteri di *product intervention* attribuiti alle autorità di vigilanza.[49]

2.4.3.2 *Territorialità dell'autorizzazione, assenza di passaporto europeo e limiti dell'operatività transfrontaliera*

Il nuovo regime unionale delle succursali di Paesi terzi è informato a un rigoroso principio di territorialità dell'autorizzazione e della relativa operatività, sicché le valutazioni operate dalle autorità a livello locale non sono riconosciute automaticamente all'interno dell'Unione. La CRD VI esclude infatti che la succursale autorizzata in uno Stato membro possa trasformarsi in una piattaforma di accesso all'intero mercato unico per la banca di Paese terzo, imponendo che l'attività della succursale resti circoscritta al territorio dello Stato ospitante in cui essa è stabilita.

La *ratio* della regola è duplice: evitare fenomeni di *jurisdiction shopping* e preservare il controllo di ciascuno Stato membro sull'esercizio, nel proprio territorio, dei servizi bancari che possano ivi generare rischi rilevanti da parte di enti di Paesi terzi.

Anche le eccezioni previste dall'articolo 21c della CRD VI, in particolare per le operazioni infragruppo o interbancarie e per le ipotesi di *reverse solicitation*, restano circoscritte e non valgono a consentire attività generalizzate di *marketing* o di prestazione transfrontaliera di servizi bancari nel mercato interno.

2.4.3.3 *Cooperazione con l'autorità del Paese d'origine e comparabilità prudenziale*

In questa prospettiva, i temi della comparabilità del quadro prudenziale del Paese d'origine e della cooperazione con la relativa autorità competente sono tra loro collegati. Da un lato, l'articolo 21c della CRD VI non configura un generale test di equivalenza prudenziale quale condizione preventiva di accesso al mercato. Dall'altro lato, la disciplina attribuisce autonoma rilevanza alla cooperazione tra l'autorità dello Stato ospitante e quella del Paese terzo, quale presupposto per una vigilanza effettiva sui rischi

49 V. *supra*, nota 23.

localmente generati.[50]

Coerentemente con tale impostazione, la Direttiva richiede, prima del rilascio dell'autorizzazione o comunque prima dell'avvio dell'operatività della succursale, adeguati accordi di cooperazione tra le autorità competenti interessate, volti ad un coordinamento della vigilanza proporzionato alle caratteristiche, all'entità e al grado di complessità dell'operatività della succursale.

Si tratta di strumenti di cooperazione amministrativa, tipicamente *Memorandum of Understanding* o intese equivalenti, diretti a disciplinare lo scambio di informazioni periodiche, le notifiche di eventi rilevanti, la collaborazione ispettiva ed il coordinamento in caso di crisi.

La centralità di tali meccanismi di cooperazione conferma che il regime delle succursali non poggia su una pretesa equivalenza generale e astratta dell'ordinamento del Paese terzo, ma su presìdi e interazioni puntuali volti a rendere effettiva la vigilanza locale sull'attività bancaria territorialmente svolta nel corso della sua operatività.

3. «Altri fondi rimborsabili»: nozione di ente creditizio, attività bancaria, «*credit intermediation*» e «*core banking services*»

La formula «*altri fondi rimborsabili*» («*other repayable funds*») viene in rilievo, con varianti non trascurabili, in tre disposizioni: nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, lettera a), del CRR, ove concorre a definire l'ente creditizio quale impresa la cui attività consiste nel raccogliere «*depositi o altri fondi rimborsabili*» dal pubblico («*deposits or other repayable funds*») e nel concedere crediti per conto proprio, definizione cui si riferisce anche il considerando 14 della CRD; nel punto 1 dell'Allegato I della CRD, che, tra le attività ammesse al mutuo riconoscimento («*List of activities subject to mutual recognition*»), elenca la «*raccolta di depositi e altri fondi rimborsabili*» («*taking deposits and other repayable funds*»), quale attività autonomamente rilevante, senza più alcun riferimento alla concessione del credito; infine, nell'articolo 21c della CRD VI, che, rinviando alle attività di cui all'articolo 47, paragrafo 1, della CRD e, per suo tramite, ai punti 1, 2 e 6 del medesimo Allegato, ne subordina la prestazione da parte di imprese di Paesi terzi

50 Considerando 18 della CRD VI, sull'esigenza di una cooperazione strutturata tra le autorità competenti dello Stato membro ospitante e quelle del Paese d'origine.

allo stabilimento di una succursale; la rubrica dello stesso articolo 21c e il considerando 5 della CRD VI le qualificano come «*servizi bancari di base*» («*core banking services*»).

L'espressione compare altresì, nella medesima forma disgiuntiva impiegata nella definizione di ente creditizio, nell'articolo 9 della CRD. Tale disposizione non è qui esaminata separatamente, poiché anche ad essa si applicano le considerazioni svolte sulla definizione di ente creditizio e sul relativo scopo antielusivo.

Nel passaggio dall'una all'altra disposizione, la congiunzione disgiuntiva cede il passo a quella cumulativa, l'endiadi raccolta-finanziamento si scioglie in una voce autonoma e l'attività d'impresa diviene servizio.

Le disposizioni preesistenti — la definizione di ente creditizio e l'Allegato I — non sono state modificate dalla CRD VI; muta, invece, l'uso che di esse si è chiamati a fare. Concepite, e per decenni interpretate, in funzione della delimitazione soggettiva dell'impresa bancaria e del mutuo riconoscimento delle attività (non senza commistioni con le interpretazioni elaborate nel primo ambito), quelle stesse formule sono ora utilizzate dall'articolo 21c per individuare i servizi la cui prestazione da parte di imprese di Paesi terzi impone, salve le eccezioni previste dalla medesima disposizione, lo stabilimento di una succursale. È questo nuovo effetto giuridico a richiedere un diverso punto di osservazione. Le espressioni utilizzate devono, pertanto, essere rilette alla luce di tale funzione, al fine di chiarire perché per la raccolta di depositi e di altri fondi parimenti rimborsabili sia stato concepito uno stesso, nuovo requisito di stabilimento e che cosa accomuni le due tipologie di fondi soggetti a obbligo di restituzione, sì da attrarle entrambe nel medesimo presidio e giustificarne l'applicazione.

L'interrogativo può essere posto fin d'ora nei suoi termini fondamentali: se nella nozione rilevante ai fini dell'articolo 21c rientri, al pari dei depositi, e per il solo fatto della rimborsabilità che con essi condivide, qualsiasi strumento finanziario, ovvero se una lettura storica, sistematica e funzionale della formula ne escluda l'ordinaria provvista obbligazionaria bancaria. La risposta, che dovrebbe già emergere dall'analisi fin qui condotta, è nel secondo senso. Si spiega così perché la comprensione della nozione rilevante in questo contesto dovesse essere preceduta dalla ricostruzione della funzione della succursale: solo individuando la lacuna cui il nuovo requisito è chiamato a porre rimedio e le esigenze che esso deve presidiare in concreto, è possibile stabilire quali «*altri fondi rimborsabili*» assumano rilievo, al pari dei depositi, ai fini dell'articolo 21c, e per quali ragioni.

In questa prospettiva si comprende anche perché talune letture, pur muovendo dall'esigenza condivisibile di contenere la portata della disposizione, approdino a soluzioni non sempre lineari né coerenti tra loro: esse tentano di correggere a valle gli esiti di un'impostazione viziata a monte, poggiata su un approccio formalistico che deduce dalla mera rimborsabilità dello strumento la sua potenziale rilevanza per la norma *de qua*, e sulla sovrapposizione tra accezioni dell'espressione sorte in contesti e per finalità differenti, cui possono ricondursi, in larga misura, le divergenze interpretative rilevate dall'EBA tra gli Stati membri nel contesto della nozione di ente creditizio.[51] Occorre, dunque, ripercorrere la portata della formula dapprima in chiave storica e sistematica, seguendone l'evoluzione dalla nozione di ente creditizio alle attività e ai servizi bancari, e poi, più da vicino, sul piano letterale, per esaminare infine gli interventi dell'EBA che ne hanno chiarito il significato in chiave funzionale, individuando il profilo (la cosiddetta «*deposit-likeness*») che accomuna la raccolta depositizia a quella effettuata mediante determinati strumenti finanziari e che giustifica la scelta del legislatore di introdurre nuovi presìdi cui assoggettare entrambe le forme di raccolta caratterizzate da un obbligo di restituzione, in quanto entrambe intrinsecamente idonee a generare i medesimi rischi, rispetto ai quali tali nuovi presìdi sono posti a tutela dell'integrità e della stabilità del sistema.

3.1 *Definizione soggettiva di ente creditizio e modello d'impresa bancaria*

L'espressione «*other repayable funds*» compare, anzitutto, nella definizione di *credit institution* (oggi contenuta nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, lettera a), del CRR), ove l'ente viene individuato come l'impresa la cui attività consiste nella raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili dal pubblico e nella concessione di crediti per conto proprio («*take deposits or other repayable funds from the public and to grant credits for its own account*»), delineando i presupposti necessari affinché un'impresa possa essere giuridicamente qualificata quale ente creditizio. L'impresa, come chiarito dalla giurisprudenza

51 EBA, *Opinion* EBA/Op/2014/12 e annesso *Report* sul perimetro degli enti creditizi, citt. *supra*, nota 14, ove l'Autorità rileva un certo grado di variazione tra gli Stati membri nell'interpretazione della nozione di ente creditizio, in ragione dell'assenza di una definizione di termini chiave quali «*deposit*» e «*other repayable funds*», e invita la Commissione a valutarne possibili chiarimenti.

dell'Unione e dall'EBA, deve svolgere entrambe le attività — ossia «la raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili dal pubblico» e «la concessione di crediti per conto proprio» —, configurando un'indissociabile endiadi funzionale per cui i fondi raccolti presso il pubblico devono, per lo più, essere impiegati nella concessione di crediti.

La norma è stata originariamente concepita per individuare gli elementi che compongono, in generale, il *business* bancario esercitato professionalmente da un ente e per evitare comportamenti elusivi, come conferma, in particolare, il considerando della Prima Direttiva bancaria — oggi riflesso nel considerando 14 della CRD — nella parte in cui richiama la necessità che il campo di azione delle misure di vigilanza sia «*quanto più ampio possibile*» e tale da ricomprendere la raccolta realizzata non solo attraverso depositi, ma anche «*in altre forme, quali l'emissione continua di obbligazioni e altri titoli analoghi*»; in questo senso è stata letta dalla Corte di giustizia nella nota sentenza *Romanelli*.[52]

Il considerando 14 enfatizza l'esigenza di evitare che un ente possa eludere la normativa bancaria semplicemente adducendo di non raccogliere «*depositi*» in senso stretto, ipotesi tipica dei casi di abusivismo, nei quali la raccolta raramente assume tale forma depositizia. Qualora un soggetto raccolga provvista dal pubblico mediante l'emissione continua o abituale di obbligazioni al fine di finanziare la propria attività di concessione del credito, essa è giuridicamente rilevante come «*altri fondi rimborsabili*» ai fini della qualificazione di ente creditizio. Ampliandosi la portata interpretativa, si impedisce che soggetti operanti nel cosiddetto «*shadow banking*», per usare un'espressione contemporanea non conosciuta nel momento genetico delle norme qui considerate,[53] raccolgano risorse finanziarie dal pubblico destinate sistematicamente all'attività di concessione di credito nell'Unione europea senza

52 V. *supra*, nota 13.

53 L'espressione «*shadow banking*» è comunemente attribuita a P. McCulley, *Teton Reflections*, PIMCO *Global Central Bank Focus*, settembre 2007, ed è entrata nel lessico regolamentare a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008. Il Financial Stability Board la definisce, in senso ampio, come «*credit intermediation involving entities and activities (fully or partly) outside the regular banking system*»: FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, cit. *supra*, nota 9. Cfr. altresì Commissione europea, *Libro verde. Il sistema bancario ombra*, COM(2012) 102 final, 19 marzo 2012; EBA/GL/2015/20, cit. *supra*, nota 9. Nel lessico più recente del FSB, l'espressione è stata sostituita da quella di «*non-bank financial intermediation*» (NBFI). Si tratta, dunque, di una categoria elaborata circa tre decenni dopo la Prima Direttiva, nella quale la funzione anti-elusiva della formula «altri fondi rimborsabili» trovava già espressione.

essere titolari della necessaria autorizzazione bancaria. Il vero scopo della disposizione consiste, pertanto, nell'incidere sulla complessiva attività di intermediazione creditizia, piuttosto che nel disciplinare in via autonoma le caratteristiche della raccolta di per sé.

In questo senso, il riferimento all'emissione continua di obbligazioni e altri titoli comparabili («*continuing issue of bonds and other comparable securities*») consente di estendere la raccolta rilevante oltre i depositi, sino a ricomprendere, da un lato, anche strumenti che, per struttura, accessibilità e rimborsabilità, ne replichino le caratteristiche sostanziali; dall'altro lato, secondo la logica espressa dalla giurisprudenza nel caso *Romanelli*, obbligazioni e altri strumenti comparabili quali forme alternative di provvista reperita professionalmente ed in via non occasionale presso il pubblico e destinata, sempre professionalmente, all'attività di concessione del credito per conto proprio. Tali profili si collocano entro la medesima *ratio*: assicurare che la disciplina bancaria non sia aggirata mediante strumenti formalmente diversi dai depositi, ma idonei, a seconda dei casi, o a replicarne le caratteristiche sostanziali oppure ad assolvere una funzione di provvista continuativa nell'ambito dell'endiadi raccolta-finanziamento.

A seconda del profilo cui si attribuisca maggiore rilievo, il medesimo riferimento normativo ha dunque consentito, da un lato, di fondare in molti ordinamenti una riserva bancaria non solo rispetto ai depositi in senso stretto, ma anche rispetto a strumenti che, pur formalmente diversi, ne replichino le caratteristiche sostanziali e integrino una raccolta a vista; dall'altro lato, ha permesso di giustificare, in Italia, un ampliamento del perimetro della raccolta bancaria anche a forme di provvista non necessariamente assimilabili ai depositi, ove professionalmente raccolte presso il pubblico e funzionalmente destinate all'attività di finanziamento. In altri termini, poiché la banca è definita come il soggetto che raccoglie fondi presso il pubblico per impiegarli nell'esercizio del credito, ogni forma di raccolta idonea a costituirne la provvista è stata tradizionalmente ricondotta, nella prassi di vigilanza italiana, all'ambito riservato alle banche (e autonomamente soggetta a requisito autorizzatorio o di passaporto), in quanto queste ultime venivano identificate secondo un'ampia concezione, volta a evitare aggiramenti della riserva.

3.2 *«Credit intermediation» e «maturity transformation» quale attività-rischio specificamente rilevante nel Banking Package*

Per vero, la stessa endiadi raccolta-finanziamento, sulla quale si fonda la nozione unionale di ente

vedi l'articolo online | versione in inglese

creditizio, non costituisce un dato interpretativo pacifico. Già negli interventi sul perimetro degli enti creditizi, l'EBA aveva rilevato la presenza di significative divergenze tra gli Stati membri nell'interpretazione della definizione di *credit institution*, dovute in particolare proprio all'assenza di una definizione positiva di nozioni centrali quali «*deposit*», «*other repayable funds*» e «*from the public*», e idonee a incidere sull'applicazione uniforme del diritto dell'Unione e sulla convergenza delle prassi di vigilanza.[54]

Tale difficoltà non riguarda soltanto la formulazione letterale della definizione, ma anche il suo coordinamento con l'evoluzione funzionale dell'ordinamento prudenziale, nel quale assume rilievo non la generica attività bancaria di raccolta e impiego, bensì specificamente «*l'intermediazione creditizia*» caratterizzata dalla «*trasformazione delle scadenze*», trasformazione della liquidità, leva e trasferimento del rischio di credito.

Si comprende così l'insistenza dell'EBA sull'esigenza di chiarire le espressioni rilevanti: un chiarimento che consente oggi di evitare che categorie utilizzate per delimitare il perimetro dell'attività bancaria sotteso alla nozione di *credit institution* vengano applicate in modo automatico nel diverso contesto dell'articolo 21c, a fattispecie che non presentano i medesimi profili di rischio rilevanti a fini prudenziali: in tale contesto, come risulta dagli approfondimenti fin qui svolti, il profilo centrale è costituito dalla «*credit intermediation*» fondata sulla «*maturity transformation*», fulcro attorno al quale ruota il quadro prudenziale.

3.3 *Evoluzione storica del contesto di utilizzo dell'espressione «other repayable funds»: dalla nozione di ente creditizio alle attività e ai servizi bancari*

Se nella tradizionale nozione di *credit institution*, portato della Prima Direttiva e dell'interpretazione giurisprudenziale della Corte di giustizia, l'attività bancaria rilevante può essere letta, a fini anti-elusivi, quale reperimento di provvista genericamente intesa e sua destinazione all'esercizio del credito, nel moderno *Banking Package* l'attenzione del legislatore si concentra sulla tipologia di provvista che, coniugata alla concessione del credito, è alla base dell'intrinseca vulnerabilità delle banche ed è idonea a trasformare il rischio imprenditoriale in una criticità rilevante per i risparmiatori, per il sistema e per la stessa economia reale.

All'ampia categoria concettuale della relazione raccolta-impieghi si è affiancata la nozione prudenziale di una specifica forma di intermediazione creditizia e quindi di raccolta ad essa strumentale, elaborata dalla BCE, dall'EBA, dal FSB e nel contesto del *framework* di Basilea, che non è volta a descrivere genericamente il *business* bancario né procede di per sé a ridefinire la nozione di ente creditizio.

In questo senso, il successivo sviluppo del diritto bancario europeo modifica il punto di osservazione: non si tratta di ridefinire cosa sia un ente creditizio, ma di individuare quale componente dell'attività dell'ente generi i rischi che giustificano — e che l'esperienza ha rivelato rendere necessari — i presìdi progressivamente sviluppati attraverso il *Banking Package*, il *framework* di Basilea e, da ultimo, la CRD VI. È intorno a tale elemento specifico del *business* bancario e ai relativi rischi — identificati, come visto, dalle autorità europee e internazionali nella «*maturity transformation*», nella «*liquidity transformation*», nel «*leverage*», nel «*behavioural risk*», nel «*run risk*» e nei potenziali effetti di contagio sistemico — che è costruita in larga misura la disciplina prudenziale europea a tutela dei risparmiatori, del sistema e della stabilità finanziaria.

Il contesto nel quale sono stati concepiti il disposto e i requisiti di cui all'articolo 21c della CRD VI impone quindi di considerare come «*other repayable funds*» solo gli strumenti rilevanti alla luce della funzione che giustifica l'attivazione dei presìdi prudenziali previsti dal nuovo regime tanto per i depositi quanto per altre forme di raccolta.[55]

È l'obiettiva diversità funzionale — confermata, sul piano tecnico, dalle posizioni assunte dall'EBA e di seguito ripercorse — a escludere che la mera rimborsabilità di uno strumento obbligazionario sia, di per sé, sufficiente a giustificare l'introduzione di misure prudenziali specifiche quale il requisito di succursale.

54 V. *supra*, note 14 e 51.

55 Nel quadro definitorio dell'ente creditizio, la formula contribuisce a individuare in generale l'attività bancaria, quale combinazione tra raccolta di provvista e concessione di credito; nell'articolo 21c della CRD VI, essa rileva invece quale componente di un «*core banking service*» autonomamente considerato, la cui prestazione da parte di un'impresa di Paese terzo può giustificare un presidio prudenziale territoriale — di cui il requisito di succursale costituisce lo strumento — ancorché localmente non venga svolta attività di concessione del credito.

La possibile diversa portata dell'espressione «*other repayable funds*» nei due contesti in cui è utilizzata appare coerente con il sistema unionale: più ampia nella definizione di ente creditizio; più circoscritta nel contesto del *Banking Package* e, in particolare, dell'articolo 21c della CRD VI, dove vengono in rilievo solo forme di raccolta idonee, per caratteristiche e relazioni ingenerate, a innescare rischi di liquidità, comportamentali e di deflusso territorialmente rilevanti. Tale lettura è altresì coerente con i princìpi sottesi alla riserva bancaria assoluta, comune agli Stati membri, relativa alla raccolta di depositi o di altri strumenti a vista ad essi sostanzialmente assimilabili.

Ne discende che, ai fini dell'articolo 21c della CRD VI, non occorre stabilire se l'evoluzione prudenziale abbia inciso anche sulla definizione generale di *credit institution*: è sufficiente rilevare come sia pacifico che il regime delle succursali di Paesi terzi sia volto, secondo i considerando 5, 17 e 19 della CRD VI, a presidiare i rischi per la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato — e si riferisca alla prestazione di «*core banking services*», idonei intrinsecamente a generarli e che necessitano pertanto di presìdi eminentemente prudenziali.

Dall'esame delle posizioni assunte dall'EBA e delle relative indicazioni tecniche vengono in rilievo forme di raccolta che, pur assumendo la veste obbligazionaria, presentino caratteristiche tali da renderle assimilabili ai depositi ai fini dell'applicazione del requisito prudenziale e che, in tal senso, possano dirsi «*deposit-like*», si collochino quindi in una relazione bancaria con il cliente, siano eventualmente detenute in un *retail account* e risultino idonee ad alimentare rischi di liquidità, comportamentali e di deflusso propri della raccolta depositizia. Solo in presenza di tali elementi, secondo un principio di proporzionalità, può giustificarsi l'attivazione del regime prudenziale, ivi incluso, oggi, il più invasivo obbligo di stabilimento tramite succursale, con i correlati presìdi di *governance*, *reporting*, controllo e vigilanza funzionali alla gestione dei rischi così individuati.

3.4 *L'espressione «other repayable funds» nell'interpretazione letterale: articolo 4 del CRR, Allegato I della CRD e articolo 21c della CRD VI*

La lettura storica e sistematica sin qui adottata ha già mostrato come la medesima espressione assuma portata diversa a seconda dell'ambito in cui è impiegata. A conclusioni convergenti conduce, peraltro, anche una mera esegesi testuale: le due differenze di formulazione segnalate in apertura — la diversa congiunzione e il passaggio dall'attività al servizio — meritano ora un esame più ravvicinato, sebbene non dirimente, poiché l'interpretazione proposta resta valida anche ove a tali differenze non si attribuisca un autonomo significato ermeneutico, ovvero ove esse non ricorrano nella formulazione della disciplina nazionale di attuazione o non vi assumano il medesimo rilievo testuale.

Deposits and/or other repayable funds

Dalla formula «*deposits or other repayable funds*», impiegata dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, lettera a), del CRR ai fini della definizione di ente creditizio, si passa alla formula «*taking deposits and other repayable funds*» dell'Allegato I della CRD, rubricato «*List of activities subject to mutual recognition*»; l'articolo 21c, a sua volta, rinvia a tale Allegato (per il tramite dell'articolo 47, paragrafo 1), e quindi alla formulazione cumulativa, ma qualifica la fattispecie rilevante come «*core banking service*».

Sotto il primo profilo, come anticipato, la diversa congiunzione non costituisce, di per sé, un criterio risolutivo, né appare opportuno sopravvalutarne la portata precettiva.

Tuttavia, ove si prediliga un'interpretazione formalistica e letterale dell'espressione, fondata per ciò stesso sull'automatica rilevanza della «rimborsabilità» dello strumento, dovrebbe coerentemente, in applicazione del medesimo canone ermeneutico, darsi quantomeno contezza anche di questa differenza testuale tra le due formule. Una ricostruzione al tempo stesso più pregnante e più rispettosa del dato letterale potrebbe anzi portare a ritenere che gli altri fondi rimborsabili non assumano rilievo isolatamente e per il solo fatto di essere rimborsabili, ma in quanto accostati ai depositi ovvero a forme di raccolta comunque idonee a generare deflussi simultanei o comportamentali in situazioni di *stress*.

Una simile conclusione rende peraltro ragione del previgente regime autorizzatorio. L'Allegato I non contempla, infatti, un'attività — e dunque un titolo autorizzativo o un mutuo riconoscimento — riferita autonomamente agli «*other repayable funds*», bensì un'unica voce, che accomuna la raccolta di depositi e quella di altri fondi rimborsabili, sicché il relativo titolo abilitativo non poteva che riferirsi congiuntamente e in astratto a entrambe le forme di raccolta.

Tale impostazione consente altresì di rileggere la prassi autorizzatoria italiana, che, da un lato, aveva adottato un approccio formalistico, fondato sulla mera rimborsabilità dello strumento, e, dall'altro,

aveva attribuito identica portata, a prescindere dal contesto di riferimento, alla «raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione» di cui all'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), TUB e alla raccolta del risparmio, definita dall'articolo 11, comma 1, TUB quale «acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma», che, ai sensi dell'articolo 10, concorre con l'esercizio del credito a costituire l'attività bancaria. L'autorizzazione richiesta o rilasciata come autorizzazione alla raccolta di depositi finiva infatti per operare anche in ipotesi nelle quali l'attività programmata sul territorio non consisteva affatto nella raccolta depositizia, ma esclusivamente nell'emissione di strumenti finanziari obbligazionari non riconducibili a forme di raccolta a vista né idonei, per le loro caratteristiche, a generare deflussi simultanei o comportamentali in situazioni di *stress*. Proprio questa circostanza mostra come il dato autorizzatorio, prima, e il requisito di succursale, oggi, non siano necessariamente idonei ad attribuire autonoma rilevanza prudenziale alla sola emissione di obbligazioni, ove non accompagnata da forme di raccolta depositizia, sebbene l'emissione fosse tradizionalmente considerata, in via formale, il presupposto *sufficiente* per attivare l'obbligo autorizzativo.

Non potendosi, comunque, ignorare né lo scopo prudenziale della disciplina in esame, né il dato letterale della formula «*taking deposits and other repayable funds*», la posizione funzionale, che sottolinea la diversità di accezioni dell'espressione nel contesto della definizione di *credit institution* e in quello dell'individuazione delle attività rilevanti ai fini prudenziali, non manca, per vero, di attribuire rilievo anche a questo profilo.

Il sintagma «*depositi e altri fondi rimborsabili*» enfatizza, infatti, la contiguità tra i due termini: non una piena assimilazione, ma una prossimità sostanziale degli altri fondi, parimenti rimborsabili, ai depositi, altrimenti non se ne comprenderebbe l'accostamento sul piano definitorio. Vengono così in rilievo i depositi e le forme di raccolta ad essi prossime o, secondo la formula dell'EBA, *like deposits but not deposits*[56], vale a dire passività rimborsabili, tipicamente a breve termine, suscettibili di generare vulnerabilità di liquidità e rischio di deflusso («*run risk*»).

Resta inteso che l'esito non muterebbe ove la formula impiegata fosse disgiuntiva: anche in tal caso, infatti, nel contesto dell'articolo 21c verrebbero in rilievo esclusivamente quelle forme di raccolta che, per caratteristiche e funzione, risultino idonee a generare i rischi propri della raccolta depositizia. L'impiego della congiunzione «*e*» rende semplicemente più evidente, sul piano testuale, un accostamento che la funzione prudenziale della disciplina imporrebbe comunque; la sua valorizzazione si limita così a restituire coerenza interna al medesimo approccio letterale invocato in senso estensivo.[57]

Dall'attività bancaria al servizio bancario: relazione banca-cliente e posizione dell'emittente

Il secondo profilo rilevante è che l'articolo 21c della CRD VI non guarda a un'attività bancaria genericamente considerata, in quanto la disposizione disciplina specificamente la prestazione di servizi bancari, come emerge dalla rubrica, dai paragrafi 2 e 3 e dal considerando 5 della CRD VI.

Il dato terminologico è significativo, pur dovendosi riconoscere che, nel lessico del legislatore europeo, «*attività*» e «*servizi*» sono impiegati in modo non sempre rigoroso e talora fungibile: lo stesso articolo 21c richiama, al paragrafo 1, le «*attività*» di cui all'articolo 47, paragrafo 1, e si riferisce, ai paragrafi 2 e 3, a «*servizio o attività*», mentre l'Allegato I annovera, accanto ad attività in senso stretto, prestazioni aventi natura di veri e propri servizi (quali i servizi di pagamento, la custodia e amministrazione di valori mobiliari o la locazione di cassette di sicurezza). Il rilievo non poggia, dunque, sul solo dato nominalistico, ma sulla struttura della fattispecie. Il servizio presuppone una prestazione resa nel contesto di una relazione funzionale con il suo destinatario. L'ordinamento distingue costantemente la posizione dell'emittente di strumenti finanziari da quella del prestatore di un servizio, tanto più quando il medesimo soggetto possa, in astratto, ricoprire entrambi i ruoli. Tale distinzione emerge, tra l'altro, nelle regole di diritto internazionale privato, nella disciplina consumeristica e nei regimi di risoluzione alternativa delle controversie bancarie e finanziarie, nei quali il risparmiatore, il consumatore o l'investitore, ancorché retail, non può normalmente avvalersi, nei confronti dell'emittente in quanto tale, dei fori e dei rimedi ad essi riservati, ove il medesimo non presti anche un servizio nei suoi confronti.[58]

56 V. *supra*, nota 16.

57 Nella versione italiana dell'Allegato I della CRD la voce è resa con formula disgiuntiva («raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili»), ripresa dal legislatore nazionale nell'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), TUB («raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione»), cui rinvia l'articolo 14-*bis* TUB. Per le ragioni esposte nel testo, la divergenza tra le versioni linguistiche non incide sulle conclusioni raggiunte.

58 Nella versione italiana dell'Allegato I della CRD la voce è resa con formula disgiuntiva («raccolta di depositi o di altri fondi rimborsabili»), ripresa dal legislatore nazionale nell'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), TUB («rac-

La relazione tra emittente e investitore, anche quando l'emittente sia una banca, resta normalmente analoga a quella che si instaura con qualunque emittente *corporate*, sovrano o regolamentato; essa non diviene, per ciò solo, un servizio (analogamente, quando l'emittente sia un intermediario finanziario, l'operazione non rende di per sé l'investitore *MiFID client* in assenza della prestazione di un servizio di investimento).

Di natura diversa è il rapporto che la disciplina della *product governance* instaura tra l'emittente e gli investitori: anche in tale ipotesi non vi è la prestazione di un servizio, operando la banca nella sola veste di emittente o ideatore del prodotto (*manufacturer*; cfr. anche *infra*, §§ 4.2.4 e 5.1). Sicché, quando la banca di Paese terzo operi quale mero emittente, in assenza di una relazione qualificata (bancaria) con gli investitori, l'assenza del requisito di succursale non determinerebbe un arretramento della tutela. Accanto alla *disclosure* relativa allo strumento derivante dalla natura bancaria dell'emittente opera infatti la disciplina della *product governance*, che costituisce un presidio strutturale e organizzativo nelle diverse fasi di ideazione e distribuzione del prodotto. Gli emittenti, ove soggetti agli obblighi di *product governance* quale *manufacturer*, definiscono le caratteristiche del prodotto, il *target market* e la strategia distributiva e rendono disponibili agli intermediari le informazioni necessarie; qualora il *manufacturer* di Paese terzo, o altro soggetto appartenente al medesimo gruppo, non sia direttamente soggetto a tali obblighi, gli intermediari dell'Unione che distribuiscono il prodotto devono comunque acquisire informazioni sufficienti a comprenderne le caratteristiche e il *target market* e applicano le pertinenti regole MiFID di condotta, adeguatezza o appropriatezza e distribuzione. Gli obblighi e le responsabilità vengono così allocati in funzione del ruolo concretamente svolto mediante presìdi tutt'altro che marginali, senza trasformare la mera emissione in un servizio né imporre una presenza prudenziale locale priva di contenuto operativo.

Né, del resto, il riferimento alle «attività» — nell'Allegato I della CRD, nell'articolo 21c, paragrafo 1, della CRD VI o nell'articolo 14-*bis* TUB, per il tramite dell'articolo 1, comma 2, lettera f), TUB — fa venir meno l'esigenza che sussista una relazione ulteriore rispetto a quella normalmente instaurata tra il titolare dello strumento e il suo emittente: si tratta di una terminologia ereditata dall'elenco delle attività ammesse al mutuo riconoscimento, che non incide sulla struttura della fattispecie rilevante ai fini del requisito di succursale.

L'EBA, come si vedrà (*infra*, § 3.5), ha valorizzato espressamente e a più riprese, ai fini del riconoscimento della «*deposit-likeness*» di strumenti diversi dai depositi, l'esistenza di una relazione qualificata con il relativo titolare, nonché le attese e i conseguenti comportamenti di quest'ultimo, che lo collocano in una posizione diversa da quella di un mero investitore appartenente al pubblico.[59]

3.5 «*Other repayable funds*» nelle fonti europee e nell'interpretazione tecnica e funzionale dell'EBA

3.5.1 «*Deposit-likeness*» e classificazione prudenziale delle fonti di raccolta

Dall'esame delle fonti europee e, in particolare, degli interventi dell'EBA — anche mediante progetti di norme tecniche successivamente adottati dalla Commissione — emergono, in atti regolatori e interpretativi di diversa natura, indicazioni che, lette congiuntamente, consentono di ricostruire un approccio teleologico alla nozione di «*other repayable funds*». Si tratta per lo più di atti adottati per finalità specifiche, che non rilevano nel presente contesto quale richiamo alla relativa disciplina, ma in quanto indici dell'interpretazione sottesa a tali istituti e categorie.[60]

colta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione»), cui rinvia l'articolo 14-*bis* TUB. Per le ragioni esposte nel testo, la divergenza tra le versioni linguistiche non incide sulle conclusioni raggiunte.

59 V. *supra*, nota 16.

60 Gli atti richiamati non disciplinano la fattispecie dell'articolo 21c, ma rilevano quali indici del criterio con cui le fonti europee e l'EBA qualificano, a fini prudenziali, le passività assimilabili ai depositi. Tra essi, le *Guidelines* costituiscono la sede in cui l'interpretazione dell'Autorità assume la forma più compiuta. Sono adottate dall'EBA ai sensi dell'articolo 16 del Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione, GUUE L 331 del 15 dicembre 2010, pp. 12-47. Le autorità competenti e gli istituti finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi alle *Guidelines*; le autorità competenti devono inoltre dichiarare se vi si conformino o intendano conformarvisi e, in caso contrario, motivare la propria posizione (*comply or explain*). In particolare: (i) le *Guidelines* EBA/GL/2019/05 (cit. *supra*, nota 16), unitamente alle relative istruzioni (Allegato I) e ai modelli di *reporting* (Allegato II), rilevano per la categoria degli strumenti finanziari non assicurati assimilabili a depositi, oggetto di rilevazione nel modello P 02.01 unitamente ai depositi e distinta dalle fonti di finanziamento di mercato; (ii) le *Additional Liquidity Monitoring Metrics*, oggi contenute nel Regolamento di esecuzione (UE) 2024/3117, cit. *supra*, nota 16, adottato sulla base di progetti di norme tecniche elaborati dall'EBA (modelli C 66-C 71), rilevano per la classificazione della provvista per controparte e per tipologia di prodotto e per la scala delle scadenze; l'introduzione di un modello dedicato alle informazioni comportamentali (C 66.02) è proposta in EBA, *Consultation Paper — Revisions to the ITS on supervisory reporting* (*Commission Imple-*

vedi l'articolo online | versione in inglese

Ne emerge una lettura tecnica, funzionale e non formalistica, riconducibile a un criterio comune: una passività diversa dal deposito è equiparata a quest'ultimo e assoggettata al medesimo nuovo presidio, non in ragione della sua mera rimborsabilità, né della sua veste giuridica o della sua classificazione contabile, ma in quanto, ancorché incorporata in uno strumento finanziario, presenti caratteristiche analoghe a quelle della raccolta depositizia — accessibilità alla liquidità, sensibilità ai comportamenti dei titolari in condizioni di *stress* e inserimento in una relazione bancaria con questi ultimi — che la rendono idonea a fungere, al pari dei depositi, da provvista per la trasformazione delle scadenze e, per ciò stesso, a generare in via intrinseca rischi sistemici anche a livello locale.

Particolarmente significativa, in questa prospettiva, è la classificazione delle fonti di raccolta che l'EBA impiega nei modelli e nelle istruzioni di *reporting* dei *funding plans* (la cosiddetta tassonomia), ossia le categorie entro cui gli enti sono tenuti a ripartire la propria provvista; categorie che, al di là dello specifico ambito tecnico-segnaletico, rendono visibile il sotteso orientamento ermeneutico. Nelle istruzioni di cui all'Allegato I alle *Guidelines* EBA/GL/2019/05, la sezione relativa al modello P 02.01 è espressamente dedicata ai depositi assicurati e non assicurati e agli strumenti finanziari non assicurati assimilabili a depositi («*insured and uninsured deposits and uninsured deposit-like financial instruments*»); tali istruzioni descrivono questi ultimi come strumenti simili ai depositi ma diversi dai depositi (*like deposits but not deposits*) e collocati presso clienti al dettaglio («*sold to retail customers*»).

Tale terminologia rileva sotto almeno tre profili. In primo luogo, conferma che la categoria prudenzialmente rilevante non è collegata alla generica rimborsabilità dello strumento, né alla sua eventuale natura obbligazionaria, bensì alle modalità attraverso cui quel rimborso si atteggia: in ciò consiste la sua «*deposit-likeness*». In secondo luogo, il riferimento ai *retail customers* — espressione che, nel lessico prudenziale, rinvia alla controparte persona fisica o PMI (cfr. la nozione di *retail deposit* di cui all'articolo 411, punto 2, del CRR) —, letto unitamente al distinto rilievo attribuito al *retail account*, è coerente con un'analisi radicata nell'esistenza di una relazione banca-cliente, ossia in un rapporto funzionale tra l'ente e il destinatario della raccolta e nelle attese comportamentali che ne discendono in caso di *stress*. In terzo luogo, mostra che l'estensione oltre i depositi è intesa dall'EBA come funzionalmente giustificata e circoscritta.

La categoria dei *deposit-like financial instruments* consente, infatti, di attrarre nel perimetro informativo dei *funding plans* strumenti che, pur non essendo depositi in senso stretto, sono trattati come ad essi assimilabili in quanto devono ritenersi sufficientemente comparabili quanto a sostanza economica, profilo comportamentale, accessibilità e collegamento con una relazione inserita in un modello di *business* fondato sulla raccolta presso risparmiatori-clienti. L'obbligo di rimborso, che accomuna tali strumenti agli ordinari titoli di debito, non costituisce dunque l'elemento discretivo: lo è, piuttosto, la loro attitudine ad atteggiarsi come raccolta depositizia. Il dato che se ne trae non è un'equiparazione generalizzata tra obbligazioni e depositi, ma la conferma che l'assimilazione prudenziale è riservata, indipendentemente dalla forma, alle sole passività che ai depositi risultino funzionalmente prossime e ne condividano la rischiosità, anche in ragione dell'esistenza di una relazione con il soggetto che quella provvista ha prestato e del correlato rapporto fiduciario, da cui discendono le reazioni comportamentali dei titolari.

Nella medesima direzione si muove il quadro del *liquidity monitoring*. Le *Additional Liquidity Monitoring Metrics* rilevano la provvista per controparte, per tipologia di prodotto e per scadenza, con specifica attenzione alle concentrazioni. Le relative istruzioni di *reporting* già trattano la provvista con *open maturity*, inclusi i depositi *on sight*, come in scadenza *overnight*, e presuppongono il ritiro alla prima data possibile ove sia prevista una clausola di *early withdrawal*. Il documento di consultazione dell'EBA EBA/CP/2026/07 (aprile 2026), che propone un nuovo modello dedicato alle informazioni comportamentali (C 66.02), sposta ulteriormente l'attenzione sulla *behavioural maturity* delle passività. Al pari della categoria dei *deposit-like financial instruments* impiegata nei *funding plans*, tali formule non introducono

menting Regulation (EU) 2024/3117), EBA/CP/2026/07, 10 aprile 2026, Modulo 1, *Liquidity and asset encumbrance*, nell'ambito della consultazione conclusa il 10 luglio 2026; (iii) la Q&A 2020_5518 e il Regolamento delegato (UE) 2015/61, citt. *supra*, nota 8, rilevano per il principio secondo cui ai titoli di debito emessi dall'ente e in scadenza entro trenta giorni si applica, ai sensi dell'articolo 28, paragrafo 6, un tasso di deflusso del 100% indipendentemente dal relativo trattamento contabile, salvo che siano venduti esclusivamente sul mercato al dettaglio e detenuti in un *retail account*, nel qual caso possono essere trattati nella pertinente categoria dei depositi al dettaglio: decisive non sono, dunque, né la veste giuridica né la classificazione contabile dello strumento, bensì la combinazione tra canale *retail* e relazione di conto (cfr. § 3.5.2)); (iv) le *Guidelines* EBA/GL/2026/08 (cit. *supra*, nota 16) rilevano per le informazioni richieste in sede di autorizzazione — tra cui *programme of operations*, *business plan* e *booking arrangements* — quale indice del fatto che oggetto della vigilanza sono l'attività localmente esercitata e i rischi riferibili alla succursale (cfr. *supra*, § 2.4.2). Nessuno di tali atti ricollega la rilevanza prudenziale di una passività alla sua sola rimborsabilità.

una classificazione fondata sulla veste giuridica dello strumento, ma individuano una categoria prudenziale costruita sulle caratteristiche di liquidità e di comportamento della passività e, insieme, sulla relazione instaurata con il titolare.

Letti congiuntamente, tali atti convergono: in nessuno di essi l'obbligo di rimborso è, di per sé, sufficiente a fondare un trattamento prudenziale analogo a quello dei depositi; rilevano, invece, il comportamento atteso della passività, il canale attraverso cui essa è collocata e il rapporto che lega l'ente al titolare.

Ne risulta una distinzione tra forme di *funding*, rilevanti in termini di rischi intrinseci per il sistema ed in tal senso «*deposit-like*» a fini prudenziali, e «*ordinary capital market funding*», che resta nel perimetro proprio dei mercati dei capitali, in coerenza con la nozione di «*credit intermediation*» su cui è costruito il *Banking Package* e, come si è visto, con la distinta portata che la formula assume nella definizione di *credit institution* di cui all'articolo 4 del CRR e al considerando 14 della CRD. Gli altri fondi rimborsabili non costituiscono, pertanto, neanche nella documentazione tecnica formulata dall'EBA, una categoria indifferenziata e illimitata, idonea a ricomprendere qualsiasi strumento che comporti un obbligo contrattuale di rimborso o che abbia natura obbligazionaria.

3.5.2 *La relazione bancaria qualificata quale fattore della «deposit-likeness»*

Tra gli indici di rilevanza che emergono dalla lettura tecnica e non meramente formale delle fonti offerta dagli interventi dell'EBA, quello della relazione instaurata con l'investitore finale merita un approfondimento autonomo.

Tale relazione rileva su due piani distinti ma convergenti: quale elemento della prestazione di un servizio, che presuppone una relazione funzionale con il suo destinatario (*supra*, § 3.4), e quale fattore della «*deposit-likeness*», poiché combina le caratteristiche dello strumento con le attese e i comportamenti propri di una *customer relationship*. Accessibilità della provvista, richiamabilità, opzionalità di uscita e possibile comportamento di deflusso in condizioni di *stress* assumono rilevanza quando lo strumento è inserito in una relazione qualificata con il suo titolare a livello locale.

È tale relazione, fondata sull'affidamento e sulla fiducia propri del rapporto bancario, a rendere comprensibili il «*behavioural risk*», il «*run risk*» e i deflussi assimilabili a quelli della raccolta depositizia. Ed è ancora tale relazione — e non la sola esistenza di un obbligo di rimborso — a rendere lo strumento valutabile come forma di raccolta «*deposit-like*», prossima ai depositi per struttura del rapporto, modalità di accesso ai fondi e possibili comportamenti dei titolari in scenari di tensione di liquidità, e suscettibile di generare, sul piano prudenziale, analoghe esigenze di presidio ove configurabili *ex ante* anche sul territorio del singolo Stato membro.

Quando, viceversa, i soggetti rimangono sotto questo profilo irrelati, il normale rapporto che si instaura tra gli stessi è quello ordinario tra emittente e investitore. Nel caso in cui una banca di Paese terzo si limiti all'emissione di obbligazioni, senza prestare servizi bancari o di investimento nei confronti degli investitori finali nello Stato membro ospitante e senza disporre di una base locale di clientela, essa opera quale mero emittente o società-prodotto, in posizione funzionalmente analoga a quella di un emittente *corporate*, sovrano o sovranazionale. La relazione con l'investitore non è priva di rilievo, ma non costituisce una *customer relationship* bancaria idonea a generare i rischi comportamentali e di deflusso propri dei depositi. Nell'ordinario *wholesale market funding*, la risposta comportamentale rilevante non è quindi, di regola, il ritiro dei fondi prima della scadenza, bensì la decisione di non rinnovare l'investimento o di non reinvestire in nuovi strumenti del medesimo emittente alla scadenza di quelli in essere.

Tale approccio funzionale alla relazione con l'investitore finale emerge, in termini particolarmente significativi, dal riferimento al *retail account* contenuto nell'articolo 28, paragrafo 6, del Regolamento delegato (UE) 2015/61, come chiarito dalla Q&A 2020_5518: i titoli di debito emessi dall'ente e in scadenza entro trenta giorni, ai quali si applica di regola un tasso di deflusso del 100%, possono essere trattati nella pertinente categoria dei depositi al dettaglio ove siano invece venduti esclusivamente sul mercato al dettaglio e detenuti in un *retail account*. Il rilievo di tale riferimento non risiede tanto nella disciplina tecnica dell'eccezione, circoscritta ai fini del *Liquidity Coverage Ratio*, quanto nel criterio sistematico che essa rivela: uno strumento formalmente riconducibile ai mercati dei capitali può essere trattato, sotto il profilo prudenziale, in modo assimilabile a un deposito quando non operi più come ordinario prodotto di investimento, ma si inserisca in una relazione bancaria che ne suggerisce, sul piano comportamentale e quindi prudenziale, un'assimilazione a un prodotto di risparmio.

Così inteso, il *retail account* assume valore non come mera modalità tecnica di custodia, ma quale indice della trasformazione funzionale del rapporto: il titolare dello strumento non è considerato alla stregua di un investitore che detiene un titolo in un conto di investimento, ma quale soggetto con cui intercorre una relazione, e un affidamento, di natura bancaria.

Il discrimine è netto: il *retail account* rileva non perché individui una mera collocazione contabile, ma perché consente di distinguere tra, da un lato, strumenti finanziari ordinariamente detenuti nella catena di investimento propria dei mercati dei capitali — tramite conti titoli, intermediari, catene distributive e infrastrutture di mercato — e, dall'altro, strumenti che, pur essendo formalmente obbligazionari, si inseriscono in una relazione bancaria, assumendo così una funzione prossima ai depositi sotto il profilo dell'accessibilità, della relazione e dell'idoneità a generare dinamiche di prelievo (assimilabili poi tecnicamente nel calcolo dei coefficienti) in situazioni di *stress* di liquidità.

È in tale chiave che il dato assume rilievo anche ai fini dell'interpretazione degli «*other repayable funds*»: non come categoria idonea ad attrarre ogni obbligazione bancaria, ma come indice della necessità di distinguere tra «*ordinary capital market funding*» e strumenti che, pur presentandosi formalmente come titoli, operano in ragione delle loro caratteristiche e relazioni instaurate sostanzialmente come prodotti bancari di risparmio.

Anche da questa diversa prospettiva, le indicazioni dell'EBA confermano nel merito le conclusioni già raggiunte, nonché la necessità di adottare interpretazioni non formali ma funzionali delle categorie giuridiche utilizzate. Ciò che accomuna, nel contesto dell'articolo 21c, i depositi e gli altri fondi rimborsabili a questi accostati e assoggettati al medesimo presidio non è l'obbligo di restituzione — comune a qualsiasi forma di raccolta di fondi a prestito (*borrowed money*), ivi inclusa l'ordinaria emissione obbligazionaria, bancaria o *corporate*, e ciò anche ove il rimborso sia condizionato o subordinato —, né la destinazione locale della provvista all'esercizio del credito, che rileva semmai nella definizione di ente creditizio,[61] bensì il modo in cui il relativo diritto può essere esercitato: a richiesta, senza penali o restrizioni significative, da una pluralità di titolari che, inseriti in una relazione qualificata, in condizioni di *stress* tendono a comportarsi come depositanti. È in ciò che risiede la «*deposit-likeness*»; ed è per questa ragione che l'ordinaria emissione obbligazionaria, priva tanto di tali modalità di rimborso quanto della relazione esistente a livello locale con il titolare, ne resta estranea e rimane assoggettata ai presìdi propri dei mercati dei capitali (*infra*, §§ 4.2.5 e 5).

4. Il confronto comparato, con particolare riguardo all'esperienza italiana

4.1 *Modelli applicativi negli ordinamenti dell'Unione*

La CRD VI si inscrive in un intervento volto a rafforzare l'armonizzazione del quadro di vigilanza e, in ultima analisi, a favorire la piena integrazione del mercato interno dei servizi bancari, riducendo la frammentazione regolamentare tra Stati membri e le connesse distorsioni concorrenziali, nel contesto di attuazione degli standard internazionali definiti dal *framework* di Basilea. La comprensione delle possibili letture delle nozioni rilevanti ai fini dell'articolo 21c non può, pertanto, prescindere dall'esame delle soluzioni adottate all'interno dell'Unione.

Al di là delle diverse argomentazioni utilizzate nei singoli ordinamenti per identificare cosa sia un ente creditizio, non consta che — con l'eccezione dell'Italia — la mera emissione di obbligazioni bancarie sia stata tradizionalmente subordinata, in quanto tale, a un'autorizzazione *ad hoc* quale prerequisito per la loro commercializzazione, mentre si è adottata una riserva per i depositi e i titoli a vista.[62]

61 La comparabilità tra depositi e altre forme di reperimento della provvista muta, del resto, in funzione del contesto in cui viene in rilievo. Storicamente, la raccolta bancaria coincideva con la raccolta di depositi; essa può tuttavia assumere forme diverse, come mostra la sentenza *Romanelli*, che ha ricondotto agli altri fondi rimborsabili anche strumenti oggetto di un accordo contrattuale di restituzione delle somme versate (cfr. *supra*, nota 13). Nella definizione di ente creditizio, ove l'attività considerata consiste nel raccogliere fondi presso il pubblico per impiegarli nell'esercizio del credito, la riserva e la funzione anti-elusiva della nozione — espresse dal considerando 14 della CRD e valorizzate dalla giurisprudenza dell'Unione e dall'EBA — possono giustificarne una lettura ampia, idonea ad attrarre ogni forma di provvista destinata al finanziamento, inclusa l'emissione *continuativa* di obbligazioni: l'equiparabilità ai depositi discenderebbe qui dalla comune destinazione sistematica della provvista all'attività creditizia. Nel contesto prudenziale dell'articolo 21c, invece, il profilo rilevante non è la destinazione della provvista all'attività di finanziamento, bensì il rischio che essa è idonea a generare.

62 Emblematica, in questo senso, è l'esperienza tedesca. La definizione di *Einlagengeschäft* di cui al § 1, comma 1, secondo periodo, n. 1, del *Kreditwesengesetz* (KWG) riconduce all'attività riservata non solo l'accettazione di depositi, ma anche quella di «altri fondi del pubblico incondizionatamente rimborsabili» (*anderer unbedingt rückzahlbarer Gelder des Publikums*). Al fine di evitare che una formula così ampia attraesse nella riserva bancaria le emissioni di qualsiasi impresa, il legislatore ne ha espressamente escluso le ipotesi in cui il diritto al rimborso sia incorporato in titoli (*sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft*

Ciò rende difficilmente comparabili, già sul piano storico, i diversi approcci e ragionamenti sottostanti. In molti ordinamenti, infatti, l'assenza, nei lavori preparatori o nella disciplina di attuazione di volta in volta posta in essere — e da ultimo anche con riferimento alla CRD VI —, di un'esplicita elaborazione di criteri volti a distinguere tra forme di *funding* rilevanti o meno a fini regolamentari riflette la neutralità storicamente consolidata di tali questioni all'interno di quegli assetti normativi.

Il dato rilevante è, piuttosto, quello applicativo, al di là della forma tecnica utilizzata: sin dalla Prima Direttiva bancaria, la mera emissione o distribuzione di strumenti di debito, e più in generale di forme di raccolta incorporate in strumenti finanziari, è stata storicamente mantenuta al di fuori del perimetro delle attività riservate.

Nella prassi degli ordinamenti europei, con l'esclusione dell'Italia, l'emissione di obbligazioni di per sé non è stata — né è — assoggettata a regimi autorizzatori preventivi né tantomeno subordinata all'ottenimento di un'autorizzazione al *deposit-taking* quale prerequisito per l'offerta, il *listing* o la loro commercializzazione, neppure quando gli emittenti siano banche e l'emissione costituisca, pertanto, una forma fisiologica di provvista dell'attività creditizia. La distinzione tra ordinario «*market funding*» e attività e servizi bancari *core* risulta dunque comune alle soluzioni applicative prevalenti negli Stati membri, nei quali non è stata attribuita alla categoria degli «*other repayable funds*» una portata estensiva tale da ricomprendere gli strumenti finanziari ordinariamente emessi dalle banche europee ed extraeuropee: un'estensione non richiesta né dalla risalente disciplina europea né, oggi, dal diritto unionale e non giustificata dal quadro prudenziale del *Banking Package*.

wird). La medesima preoccupazione è stata espressa, sul piano unionale, nella consultazione promossa dall'EBA nel 2021 sul progetto di *Guidelines on a common assessment methodology for granting authorisation as a credit institution under Article 8(5) of Directive 2013/36/EU*. Nella propria risposta, Deutsche Börse Group ha indicato come sproporzionata e inopportuna l'estensione della nozione di «*other repayable funds*» agli strumenti finanziari dotati della caratteristica intrinseca della rimborsabilità, incluse le obbligazioni e gli altri titoli comparabili emessi in via continuativa, osservando che essa avrebbe potuto incidere negativamente sul finanziamento attraverso i mercati dei capitali e condurre alla qualificazione degli emittenti di obbligazioni societarie quali enti creditizi; cfr. EBA, *Consultation Paper* EBA/CP/2021/07, 10 marzo 2021, par. 52, e la relativa risposta di Deutsche Börse Group. Il par. 52 è stato peraltro mantenuto, con modifiche meramente formali, nelle *Guidelines* finali (EBA/GL/2021/12, 11 novembre 2021): l'indicazione ivi contenuta attiene, tuttavia, alla nozione di ente creditizio, e non all'individuazione dei «*core banking services*» rilevanti ai fini dell'articolo 21c (cfr. *supra*, § 3.3).

In alcune giurisdizioni è emersa una discussione originata proprio dalla tradizionale esclusione o esenzione generalizzata degli strumenti finanziari dai regimi autorizzatori propri della raccolta bancaria. Tale discussione ha prevalentemente una portata teorica e tecnico-interpretativa: essa non ha né lo scopo né l'effetto di ricondurre alla nozione rilevante ai fini dell'articolo 21c tutti gli strumenti finanziari rimborsabili, ma mira, più semplicemente, a individuare il criterio che consenta di attrarre nel relativo perimetro, nonostante l'esclusione o esenzione generalmente prevista per gli strumenti finanziari, soltanto quelli che presentino eccezionalmente caratteristiche «*deposit-like*». La tematica e l'attenzione da parte delle autorità competenti conservano, peraltro, carattere marginale. Poiché forme di raccolta con caratteristiche sostanzialmente assimilabili ai depositi potevano già ricadere nella voce di cui al punto 1 dell'Allegato I della CRD, la soluzione dovrebbe essere ricercata nelle elaborazioni normative e applicative maturate in sede di attuazione di tale disposizione.

Come osservato, la CRD VI non ha modificato il dato letterale delle disposizioni preesistenti che già facevano riferimento agli «*other repayable funds*» — dalla definizione di ente creditizio all'elenco delle attività bancarie di cui all'Allegato I CRD — né constano, nelle discipline di attuazione adottate, disposizioni che depongano per un ampliamento del relativo ambito applicativo rispetto alla posizione storicamente assunta: non vi sono, pertanto, elementi che lascino presagire un mutamento degli orientamenti tradizionalmente seguiti negli altri Stati membri, né, quindi, che le ordinarie emissioni obbligazionarie assumano rilievo ai fini del requisito di succursale per il solo fatto di essere rimborsabili. La rinnovata attenzione oggi dedicata alla materia ha tuttavia favorito il diffondersi di letture eterogenee e talvolta non pienamente coerenti con il quadro unionale, il che rende opportuno ricondurre il dibattito ai criteri sistematici e funzionali sin qui illustrati.

4.2 *La prassi italiana: autorizzazione al deposit-taking e obbligazioni bancarie*

Come noto, l'impostazione che ha caratterizzato la prassi applicativa nell'ordinamento italiano con riferimento alle emissioni obbligazionarie bancarie ha visto nella preventiva autorizzazione — o nel rispetto dei requisiti di passaporto, a seconda dei casi — alla raccolta dei depositi un prerequisito ai fini della loro commercializzazione nel territorio. Tale impostazione operava a prescindere dalle concrete modalità di immissione degli strumenti sul mercato domestico: sia nel caso in cui l'emittente assumesse un ruolo attivo — procedendo direttamente all'offerta al pubblico, a operazioni di *private placement* ovvero

vedi l'articolo online | versione in inglese

all'ammissione su sedi di negoziazione italiane — sia nel caso in cui l'emittente non svolgesse alcuna attività e gli strumenti fossero collocati o resi disponibili alla clientela da parte di intermediari terzi (ad esempio nell'ambito di operazioni internazionali tramite *dealers* di programmi EMTN). In quest'ultima ipotesi, la verifica fattuale della sussistenza dei presupposti regolamentari rilevanti, ivi incluso quello relativo all'eventuale autorizzazione, veniva posta sul piano dell'attività degli intermediari, senza comportare, di per sé, l'instaurazione di obblighi operativi o di relazione con il pubblico e gli investitori in capo all'emittente.

Vale richiamare brevemente il quadro di diritto positivo interno, poiché esso consente di comprendere le peculiarità dell'impostazione italiana e, al contempo, di valutarne il possibile superamento alla luce dell'evoluzione della disciplina di riferimento. L'articolo di apertura del TUB definisce la banca come «*l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria*»; l'articolo 10 precisa che «*la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria*», ribadendo che essa ha «*carattere d'impresa*» ed è riservata alle banche. L'articolo 11 dispone poi che, ai fini del Testo Unico, costituisce «*raccolta del risparmio*» «*l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma*», e delinea il perimetro della riserva relativa, precisando al comma 4 che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica, tra l'altro, alle società che effettuino raccolta ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari, né alle altre ipotesi espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio. L'articolo 12 disciplina, infine, l'emissione di obbligazioni da parte di banche italiane secondo un regime speciale, collocato tra disciplina civilistica e normativa bancaria di settore.

Nel nuovo quadro introdotto dalla CRD VI, l'articolo 14-*bis* TUB assoggetta allo stabilimento di una succursale l'esercizio, nel territorio della Repubblica, da parte di un ente di Stato terzo, di una o più delle attività indicate dall'articolo 1, comma 2, lettera f), numeri 1), 2) e 6): rispettivamente, «*la raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione*», «*le operazioni di prestito*» e «*il rilascio di garanzie e impegni di firma*».[63]

Il legislatore italiano, nel dare attuazione all'articolo 21c della CRD VI, non ha tipizzato gli strumenti qualificabili come «*altri fondi con obbligo di restituzione*» cui si riferisce l'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), lasciando dunque all'interprete il compito di ricostruire tale categoria alla luce del nuovo quadro unionale, della sua origine storica e della sua evoluzione giuridica e fattuale, della funzione prudenziale del requisito di succursale e del riparto sistematico tra disciplina bancaria e disciplina dei mercati mobiliari, anche ai sensi del diritto interno e della relativa rilevanza costituzionale del risparmio e del credito.

L'analisi sin qui condotta consente di affermare che la nozione di «*other repayable funds*» non vada ricostruita — come emerge con continuità anche dagli interventi dell'EBA — secondo un criterio formalistico fondato sulla sola «*rimborsabilità dello strumento*» o, nel linguaggio del TUB, sull'«*obbligo di restituzione*» (mentre l'espressione «*obbligo di rimborso*» è impiegata in un diverso contesto), ma attraverso un approccio tecnico e funzionale che tenga conto della diversa portata assunta dalla formula nella definizione di ente creditizio e nel contesto prudenziale del *Banking Package* e di Basilea III, nel quale la CRD VI si colloca. Nel primo ambito, quale elemento dell'endiadi raccolta-finanziamento, alla formula può essere attribuita, ai fini del combinato disposto degli articoli 1, 10 e 11 TUB e anche alla luce del considerando 14 della CRD e dell'articolo 47 Cost., una portata ampia e anti-elusiva: impedire che un soggetto svolga professionalmente attività di concessione del credito raccogliendo sistematicamente provvista presso il pubblico anche mediante forme diverse dai depositi e sottraendosi così alla disciplina propria degli enti creditizi.

Nel diverso ambito delineato dal combinato disposto dell'articolo 14-*bis* e dell'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), TUB, non si tratta invece di delimitare la figura dell'ente creditizio mediante una generale individuazione dell'attività d'impresa bancaria, bensì di regolare un «*core banking service*» autonomamente considerato, la cui prestazione nel territorio dello Stato membro può giustificare un presidio prudenziale particolarmente incisivo quale lo stabilimento di una succursale, lo scrutinio preventivo e gli adempimenti che ne derivano. Nella lettura qui proposta, anche alla luce delle indicazioni tecniche dell'EBA, tale rilevanza prudenziale discende dalla «*deposit-likeness*» dello strumento, vale a dire dalla sua ritirabilità, dalla relazione banca-cliente che esso presuppone o instaura e dalla sua idoneità a generare rischi locali potenzialmente sistemici, ancorché sul territorio non venga svolta attività creditizia.

63 V. *supra*, nota 20.

vedi l'articolo online | versione in inglese

La circostanza che il TUB contenga disposizioni distinte e non perfettamente sovrapponibili riferite alla raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di rimborso o restituzione agevola il compito dell'interprete. Nel combinato disposto degli articoli 1, comma 2, lettera a), 10 e 11 TUB, la formula concorre a definire la banca e la complessiva attività bancaria quale attività d'impresa fondata sulla raccolta del risparmio tra il pubblico e sull'esercizio del credito. L'articolo 14-*bis* TUB opera, invece, un rinvio diretto e puntuale all'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), e non agli articoli 10 e 11: individua così la raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione quale attività o servizio bancario autonomamente considerato, la cui prestazione nel territorio da parte di un ente di Stato terzo può attivare il requisito di succursale. Tale rinvio non consente, pertanto, di trasporre automaticamente nel nuovo contesto la nozione generale di raccolta del risparmio né le interpretazioni elaborate ai fini della delimitazione dell'attività bancaria complessivamente intesa. La disposizione richiamata deve essere interpretata nei limiti del circoscritto rinvio operato e alla luce della diversa funzione prudenziale assolta dall'articolo 14-*bis* e del passaggio, già rilevante a livello unionale, dall'attività bancaria al servizio bancario, inteso almeno in senso funzionale quale indice — come indicato dall'EBA — dell'esistenza di una relazione bancaria. Questa distinzione è coerente con l'ordinamento italiano, che mantiene separato il rapporto emittente-investitore da quello tra intermediario, bancario o finanziario, e cliente: ai fini dell'articolo 14-*bis* TUB, la raccolta di altri fondi con obbligo di restituzione rileva non come generica componente dell'attività d'impresa bancaria, ma come servizio autonomamente considerato, disgiunto dalla concessione del credito sul territorio e idoneo, solo ove ne ricorrano i presupposti funzionali, ad attivare uno specifico presidio prudenziale territoriale.[64]

64 Nel diritto interno, tale ricostruzione trova fondamento nel rinvio diretto operato dall'articolo 14-*bis* TUB all'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), TUB, distinto dalle nozioni generali di attività bancaria e di raccolta del risparmio di cui agli articoli 10 e 11 TUB. Il riparto tra disciplina bancaria e disciplina dei mercati mobiliari conferma che la tutela segue la natura dell'operazione e del rischio rilevante; cfr. *supra*, § 3.4, e *infra*, §§ 4.2.2 e 4.2.3. Il dato comparatistico conduce alla medesima conclusione: la questione non è se lo strumento incorpori un obbligo di rimborso — alla pari, sotto la pari o condizionato — o sia qualificabile come obbligazione, strutturata o *plain vanilla*, ma se il reperimento di risorse finanziarie generi profili di rischio connessi alla natura bancaria dell'emittente che siano localmente rilevanti e presidiabili. Come si è visto, si tratta dei rischi di liquidità, di deflusso e di contagio propri della «*credit intermediation*» fondata sulla «*maturity transformation*»: sono tali rischi, e non la trasformazione delle scadenze in sé, che il *Banking Package* è chiamato a prevenire, monitorare e gestire. Non emergono, invece, profili ulteriori derivanti dalla sola natura bancaria dell'emittente che possano assumere rilievo locale ai fini dell'imposizione di presìdi prudenziali territoriali, essendo i rischi propri degli strumenti di mercato già governati da misure più specifiche secondo una logica di proporzionalità e sussidiarietà. L'esclusione della mera emissione obbligazionaria dal perimetro applicativo del requisito di succursale non determina, pertanto, un vuoto di tutela; evita piuttosto di trasformare una disciplina prudenziale bancaria in un filtro generalizzato di accesso ai mercati dei capitali. La raccolta mediante emissioni obbligazionarie può contribuire, tra l'altro, al riequilibrio delle scadenze e alla riduzione del rischio di «*maturity mismatch*».

4.2.1 *Origine e funzione dell'orientamento tradizionale italiano*

Sin dalla Prima Direttiva bancaria, la nozione di «depositi o altri fondi rimborsabili» è stata impiegata nella definizione di ente creditizio per identificare un modello di attività imprenditoriale fondato sul reperimento professionale presso il pubblico della provvista da destinarsi all'esercizio del credito. In questo contesto, la formula assolveva una funzione ampia e anti-elusiva: evitare che il ricorso a forme di provvista diverse dai depositi consentisse di sottrarsi alla vigilanza propria degli enti creditizi.

L'impostazione sviluppatasi nell'ordinamento italiano — pur radicata nella tradizione giuridica nazionale e coerente con la Prima Direttiva — si caratterizza per aver ricondotto a riserva relativa anche forme di *funding* realizzate mediante strumenti dei mercati dei capitali.

Il tratto decisivo di questa lettura risiedeva nella valorizzazione congiunta della natura bancaria dell'emittente, della rimborsabilità dello strumento e dell'operatività rivolta al territorio italiano. Poiché la banca è, nella definizione europea e domestica, il soggetto che professionalmente raccoglie depositi e fondi rimborsabili presso il pubblico e li impiega nell'esercizio del credito, la prassi italiana ha ritenuto che, quando una banca di Paese terzo si rivolgesse al pubblico italiano mediante obbligazioni o altri strumenti rimborsabili, ancorché non vi concedesse credito, essa esercitasse professionalmente sul territorio, ai sensi del combinato disposto degli articoli 10 e 11 TUB, «attività bancaria» e dovesse quindi disporre del relativo titolo autorizzativo.

In assenza di un'autorizzazione calibrata sulla sola emissione o commercializzazione di strumenti finanziari, il titolo richiesto è stato, nella prassi, quello relativo alla raccolta di depositi, sebbene gli emittenti in parola non intendessero porre in essere questa diversa attività. La successiva evoluzione del quadro unionale, culminata nella CRD VI, rende più sfumato il ricorso a tale processo deduttivo: l'articolo 21c della CRD VI può venire in rilievo anche rispetto a imprese di Paesi terzi non necessariamente

vedi l'articolo online | versione in inglese

qualificate come enti creditizi nello Stato d'origine.

La soluzione italiana si poneva, sin da subito, in discontinuità rispetto all'approccio applicativo degli altri Stati membri, i quali, pur muovendo dalla medesima nozione europea di ente creditizio, non hanno esteso la riserva bancaria né attribuito autonoma rilevanza agli «*other repayable funds*» sino a ricomprendervi il reperimento di risorse finanziarie mediante strumenti di mercato, né nel contesto della definizione di ente creditizio né in quello delle attività di cui all'Allegato I della CRD. Il risalente approccio aveva, nel contesto italiano, una propria giustificazione storica e sistematica. Esso si collocava in un ordinamento nel quale la banca era, anzitutto, considerata quale «*impresa speciale*», assoggettata ad autorizzazione e a penetranti controlli pubblici in ragione della funzione svolta. Questa impostazione trovava un fondamento immediato nell'articolo 47 della Costituzione, che, da un lato, affida alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme e, dall'altro, le attribuisce il potere-dovere di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito. Le emissioni obbligazionarie bancarie, in quanto forma fisiologica di provvista, erano oggetto di una disciplina speciale anche attraverso esenzioni dal prospetto di offerta e deroghe al regime civilistico comune.[65]

Il risparmio era ancora percepito prevalentemente in senso fenomenologico, come ricchezza o liquidità non destinata al consumo immediato, e la sua tutela assolveva una funzione sistematica unificante più ampia. In un quadro nel quale la moderna distinzione tra risparmio e investimento non aveva ancora raggiunto l'attuale articolazione normativa e il correlato grado di autonomia concettuale e regolatoria, il ricorso alla disciplina bancaria esistente poteva apparire come l'unico strumento coerente ed effettivamente disponibile per assicurare la protezione degli investitori e del mercato.

65 Cfr. l'articolo 12 TUB, che, al fine di agevolare il ricorso delle banche alla provvista obbligazionaria e la gestione dei relativi prestiti, deroga a significativi profili della disciplina civilistica delle obbligazioni. Ai sensi del comma 3, l'emissione di obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società è deliberata dall'organo amministrativo e non si applicano gli articoli 2410, 2412, 2413, 2414, primo comma, n. 3, 2414-*bis*, 2415, 2416, 2417, 2418 e 2419 c.c.: risultano così derogate, in particolare, le regole sulla competenza a deliberare l'emissione (articolo 2410 c.c.), i limiti quantitativi all'emissione commisurati al patrimonio dell'emittente (articolo 2412 c.c.) e l'intera disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, ossia l'assemblea, l'impugnazione delle relative deliberazioni e il rappresentante comune (articoli 2415-2419 c.c.). Le deroghe si estendono agli strumenti finanziari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni prevista dal codice civile, inclusi gli strumenti di debito chirografario di secondo livello di cui all'articolo 12-*bis* TUB (comma 4-*bis*).

Il contesto è, tuttavia, progressivamente mutato, tanto sul piano fattuale quanto su quello normativo.

Sul piano fattuale, le obbligazioni bancarie hanno assunto una funzione sempre più autonoma rispetto alla raccolta depositizia tradizionale: esse non costituiscono soltanto provvista per l'attività creditizia, ma sono strumenti di gestione della struttura finanziaria dell'ente e di generazione di margine e redditività, oltre ad essere state riconosciute, a livello europeo e internazionale, anche dal Comitato di Basilea, come strumenti che concorrono a una struttura di provvista più resiliente, allungando la durata delle passività e riducendo il «*maturity mismatch*» tipico della combinazione tra raccolta depositizia e impieghi. Parallelamente, le crisi che hanno interessato il sistema bancario hanno messo in luce con nettezza come il rischio proprio dell'attività bancaria fondata sull'intermediazione creditizia risieda nella «*maturity transformation*» e come tale rischio — nella sua dimensione imprenditoriale e potenzialmente sistemica — sia rinvenibile solo con riferimento alle forme di raccolta depositizia o «*deposit-like*», e non alla mera emissione di obbligazioni ordinarie.

Ciò ha contribuito a una progressiva distinzione — rivelatasi cruciale — tra il pubblico dei risparmiatori-depositanti e quello degli investitori, titolari di strumenti finanziari di capitale o di debito, ampiamente approfondita anche dalla dottrina.[66]

Sul piano normativo, tale evoluzione si è riflessa in due quadri regolatori complementari: da un lato, il diritto bancario e prudenziale, volto a presidiare l'attività bancaria caratteristica, la stabilità dell'intermediario e i rischi di liquidità, deflusso e contagio; dall'altro, il diritto dei mercati dei capitali, volto a disciplinare l'emissione, l'offerta, la distribuzione e la circolazione degli strumenti finanziari, attribuendo rilievo anche ai profili di *disclosure*, informativa e condotta connessi alla natura bancaria dell'emittente e funzionali, altresì, alle esigenze di risolvibilità e di stabilità del sistema.

È alla luce di questa evoluzione che deve oggi essere riesaminata la portata della prassi italiana in

66 Sulla distinzione tra risparmio in senso economico-naturalistico, risparmio bancario e investimento finanziario, e sulla necessità di declinare la tutela costituzionale secondo le diverse forme tecniche di impiego della ricchezza, cfr. G. Visentini, *Credito e risparmio. Risparmio e credito nella Costituzione*, e Corte costituzionale, Servizio studi, *La tutela del risparmio*, citt. *supra*, nota 18, spec., per quest'ultimo, le sezioni dedicate agli strumenti finanziari e all'investimento azionario.

vedi l'articolo online | versione in inglese

materia di «altri fondi rimborsabili», distinguendo il contesto della definizione di ente creditizio e della relativa attività d'impresa da quello in cui si pone il requisito di succursale, nel quale la «*maturity transformation*» e le sole forme di raccolta suscettibili di alimentarla assumono rilievo quali elementi centrali dell'architettura normativa del *Banking Package*, nonché del diritto interno, in coerenza, come si vedrà, con una lettura matura e ormai consolidata dello stesso principio costituzionale di tutela del risparmio, la cui attuazione richiede l'individuazione delle misure di salvaguardia più efficaci in funzione della natura degli interessi coinvolti.

4.2.2 *Riparto tra TUB e TUF: disciplina applicabile, autorità e rimedi*

In tale prospettiva, la riconducibilità (dell'emissione, dell'offerta o della commercializzazione) di strumenti di debito alla nozione di «*altri fondi con obbligo di restituzione*» di cui all'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), rilevante ai fini dell'articolo 14-*bis* TUB non può essere risolta in via automatica sulla base della sola presenza di un obbligo di rimborso incorporato nello strumento, senza tenere conto dello scopo e della funzione della succursale.

Pietra angolare dell'architettura normativa è rappresentata dal TUF, che individua il perimetro dell'investimento attraverso la definizione degli strumenti e dei prodotti finanziari ed esclude da tale categoria i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari. L'articolo di apertura del Testo Unico opera, difatti, una distinzione netta tra prodotti bancari e strumenti di investimento, confinando i depositi nel perimetro del Testo Unico Bancario.

Questa scelta è strutturale: il deposito non è qualificato come investimento perché la sua funzione economico-giuridica non è la ricerca di un rendimento, bensì la custodia e la disponibilità della liquidità.

Per converso, gli strumenti finanziari — incluse le obbligazioni — sono attratti nel perimetro del TUF proprio perché appartengono alla sfera dell'impiego del capitale a fini di arricchimento, e non alla logica della mera conservazione del valore, anche quando l'emittente sia un soggetto bancario. Su questo presupposto si innesta il riparto espresso dall'articolo 23, comma 4, del TUF, il quale dispone che la disciplina dei servizi e delle attività di investimento opera come disciplina speciale rispetto alla normativa bancaria. La disciplina di tutela della clientela bancaria trova applicazione ai prodotti e ai rapporti di natura depositizia, come regolati dal Titolo VI del Testo Unico Bancario, da cui sono in via speculare esplicitamente esclusi i prodotti di investimento.

Sotto il profilo costituzionale, il riferimento al risparmio contenuto nell'articolo 47 della Costituzione non impone di ricondurre ogni destinazione della ricchezza non consumata entro il perimetro della disciplina bancaria. La norma costituzionale utilizza una formula ampia, idonea a ricomprendere il risparmio «*in tutte le sue forme*»; proprio tale ampiezza, tuttavia, richiede che la tutela sia declinata secondo la natura dell'operazione, del rapporto e del rischio rilevante, e non attraverso un'indiscriminata attrazione di ogni forma di provvista o investimento al diritto bancario. Il riparto tra disciplina bancaria e disciplina dei mercati mobiliari costituisce, dunque, una modalità di attuazione dello stesso dettato costituzionale, nella quale l'individuazione dei presìdi più idonei alle specifiche esigenze sottese alle diverse forme di impiego della ricchezza ne consente una più razionale ed efficiente salvaguardia.

Nel diritto positivo contemporaneo, il «*risparmio*» naturalisticamente inteso, infatti, ha trovato emersione normativa secondo forme tecniche differenziate, coerenti con le diverse aspettative: da un lato, la conservazione del patrimonio, legata alla disponibilità delle somme, alla protezione del valore e alla relazione bancaria con l'intermediario; dall'altro, l'attesa di un incremento della propria sfera patrimoniale, mediante l'impiego del capitale in valori mobiliari o strumenti finanziari destinati ai mercati e l'assunzione consapevole dell'alea che ne connota la relativa prestazione. Entrambe le forme sono riconducibili alla tutela costituzionale del risparmio, ma sono presidiate attraverso regole, autorità e rimedi differenti, secondo una logica di proporzionalità, sussidiarietà e coerenza con la loro funzione economico-giuridica.

Anche quando lo strumento finanziario sia emesso da una banca, i profili specifici connessi alla natura dell'emittente, alla possibile assoggettabilità a *bail-in*, alla risolvibilità e alla struttura delle passività non impongono, di per sé, l'attrazione dello strumento nella disciplina bancaria. Tali profili sono oggi considerati e presidiati attraverso strumenti del diritto dei mercati mobiliari: sul piano dell'informazione al mercato e all'investitore, mediante prospetto, *disclosure*, PRIIPs e disciplina dei servizi di investimento; sul piano più propriamente sistemico, mediante il quadro della BRRD e, ove ne ricorrano i

presupposti, i poteri di intervento attribuiti alle autorità competenti.[67]

In questa prospettiva, il riparto delle competenze non lascia scoperti i profili di rischio eventualmente connessi alla natura bancaria delle obbligazioni. La protezione dell'investitore è affidata alla disciplina del TUF e alla vigilanza della CONSOB; i profili di ordinato funzionamento, integrità e, nei casi rilevanti, stabilità del sistema sono presidiati anche attraverso i poteri attribuiti alla Banca d'Italia. Il riparto non ha, dunque, una funzione meramente classificatoria, ma distribuisce funzioni di tutela, autorità competenti, obblighi informativi, regole di comportamento e poteri di intervento in modo coerente con la natura dell'operatività regolata e con il rischio effettivamente generato.

In coerente attuazione di tale assetto, le Disposizioni della Banca d'Italia in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari richiamano espressamente l'articolo 23, comma 4, del TUF e chiariscono che la disciplina di trasparenza bancaria non si applica ai servizi e alle attività di investimento né al collocamento di prodotti finanziari aventi finalità di investimento, indicando tra gli esempi proprio le «*obbligazioni e altri titoli di debito*». Come chiarito anche in sede applicativa, per gli strumenti finanziari — che per semplicità vengono individuati nella prassi regolatoria come quelli dotati di ISIN — non trova applicazione il Titolo VI del TUB. Questo dato testuale è sintomatico: esso rende visibile che, anche quando l'emittente sia una banca, l'obbligazione non è trattata come «*prodotto bancario di raccolta*» ai fini della disciplina di trasparenza bancaria, essendo ritenuto dal legislatore nazionale sufficiente e adeguato il regime apprestato dal TUF e, più in generale, dalla disciplina dei mercati mobiliari.

La medesima considerazione si riflette sul piano dei rimedi. Le controversie relative a operazioni e servizi bancari rientrano nell'ambito dell'Arbitro Bancario Finanziario, mentre quelle relative a servizi e attività di investimento e al collocamento di strumenti finanziari rientrano nel perimetro dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie istituito presso la CONSOB, ove sia configurabile la prestazione di un

67 Regolamento Prospetti e Regolamenti delegati (UE) 2019/980 e 2019/979, nonché MAR, citt. *supra*, nota 3; Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, GUUE L 352 del 9 dicembre 2014, pp. 1-23 («PRIIPs», da *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*); nonché MiFID II, cit. *supra*, nota 3.

servizio di investimento. Potrà invece assumere rilievo il regime dei reclami previsto dalla disciplina PRIIPs, da indicare nel KID ove l'emittente, pur senza prestare alcun servizio di investimento, assuma la veste di *manufacturer*. Circostanza questa che inoltre conferma la netta distinzione tra la prestazione di un servizio nei confronti dell'investitore e il mero ruolo di emittente o *manufacturer* dello strumento finanziario, al quale possono riferirsi specifici obblighi di prodotto senza che ciò integri, di per sé, un rapporto di servizio, normalmente non sussistente nelle ipotesi qui considerate.

La natura bancaria dell'obbligazione e l'obbligo di rimborso in essa incorporato, assunti in astratto come presupposto autorizzativo, non comportano automaticamente l'applicazione delle tutele e dei rimedi propri dei rapporti bancari; al contrario, quando l'operatività concreta riguarda obbligazioni o altri strumenti finanziari rimborsabili, questi sono disciplinati come investimenti, e non come prodotti di risparmio, e restano attratti dalla disciplina dei mercati mobiliari.

4.2.3 *Riserva bancaria assoluta e relativa: rilevanza prudenziale ai fini del requisito di succursale*

L'orientamento tradizionale muoveva dalla considerazione congiunta della qualifica bancaria dell'emittente e dell'attività d'impresa da esso complessivamente esercitata.

Il recepimento della CRD VI rende oggi evidente la distinzione tra tale piano definitorio e quello sotteso al nuovo requisito di succursale. L'articolo 14-*bis* TUB non rinvia alla definizione generale della raccolta del risparmio contenuta nell'articolo 11, né alla complessiva attività bancaria delineata dall'articolo 10, ma individua direttamente le attività e i servizi rilevanti mediante il distinto rinvio all'articolo 1, comma 2, lettera f), numeri 1), 2) e 6), collegandone lo svolgimento nel territorio all'obbligo di stabilimento. Ne consegue che la portata ampia e anti-elusiva attribuibile agli altri fondi rimborsabili nel contesto della definizione dell'ente creditizio non è automaticamente sovrapponibile a quella rilevante ai fini dell'articolo 14-*bis*. In quest'ultimo ambito assumono rilievo, coerentemente con il *Banking Package* e con la funzione prudenziale della CRD VI, le forme di raccolta intrinsecamente idonee a generare i rischi propri della «*maturity transformation*», vale a dire dell'aspetto dell'attività bancaria divenuto specificamente rilevante nel quadro ordinamentale in cui la CRD VI si colloca.

Nel contesto della CRD VI, la rilevanza della raccolta di depositi e di altri fondi rimborsabili deve essere ricostruita in funzione dello specifico aspetto dell'intermediazione creditizia che il nuovo assetto

normativo intende presidiare: non qualsiasi acquisizione di provvista rimborsabile, ma quella che si inserisca nel modello tipico, caratterizzato dalla raccolta di passività liquide o a breve termine e dalla trasformazione delle scadenze e della liquidità, e che sia perciò idonea, anche autonomamente considerata, a innescare rischi sistemici anche a livello locale. La comune soggezione al requisito indica, dunque, un'assimilabilità sotto il profilo dell'impatto che tali forme di raccolta possono avere su aspetti rilevanti ai fini della disciplina bancaria qui considerata, non una mera comunanza formale e civilistica dell'obbligo restitutorio. Il requisito di succursale e i connessi presìdi territoriali trovano dunque giustificazione rispetto a strumenti che, pur non essendo depositi, si atteggiano come tali sotto il profilo dei rischi ad essi intrinseci — vale a dire di liquidità, comportamentali e di deflusso — che sono strutturalmente idonei a generare.

La dottrina, espressasi anche in approfondimenti pubblicati dalla Banca d'Italia, conferma tale impostazione, individuando proprio nella trasformazione delle scadenze e della liquidità il tratto caratteristico del *business*-rischio imprenditoriale, che, in ragione dell'integrazione del sistema bancario con l'economia reale, può assumere dimensione sistemica a livello locale e internazionale. In particolare, in tali approfondimenti si osserva che funzione fondamentale svolta dalle banche è la trasformazione delle scadenze, che, se eccessiva, diviene tuttavia critica sotto il profilo della stabilità finanziaria, potendo minacciare non solo la solidità delle singole banche, ma anche quella dell'intero sistema, come dimostrato dalla crisi finanziaria globale, nella quale le debolezze strutturali della provvista hanno costituito uno dei principali fattori dei fallimenti bancari (cfr. *supra*, § 2.2). In questo schema, i depositi e le forme di raccolta ad essi funzionalmente assimilabili costituiscono il nucleo delle passività bancarie tipiche, idonee ad alimentare rischi per la stabilità e l'integrità del sistema e a definire il perimetro naturale dell'intervento prudenziale.

La distinzione tra raccolta *lato sensu* depositizia, da un lato, e strumenti di investimento, dall'altro, riflette una differenza strutturale di funzione economica e di rischio, riconosciuta dall'ordinamento italiano. L'articolo 11 del Testo Unico Bancario definisce la raccolta come acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, ma precisa espressamente che il divieto di raccolta tra il pubblico non si applica alle società che acquisiscono fondi mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari. Al contempo, lo stesso articolo dispone che, anche nei casi in cui la raccolta sia consentita a soggetti non bancari, restano comunque precluse le forme di raccolta a vista (e quelle collegate a mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata). Le Disposizioni della Banca d'Italia rendono questa distinzione ancora più netta, definendo puntualmente la nozione di raccolta a vista — intesa come quella rimborsabile su richiesta senza preavviso o con preavviso inferiore a ventiquattro ore — e confermandone la riserva assoluta.[68]

Con specifico riferimento all'obbligo di succursale, l'articolo 14-*bis* TUB, in attuazione dell'articolo 21c della CRD VI, che qualifica come servizio l'attività rilevante, rinvia all'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), vale a dire alla «*raccolta di depositi o di altri fondi con obbligo di restituzione*». Il rinvio non opera, dunque, neanche indirettamente, alla definizione complessiva dell'ente creditizio, all'endiadi raccolta del risparmio-esercizio del credito o alla nozione generale di impresa e attività bancaria, né a quella di raccolta del risparmio (di cui all'articolo 11, comma 1, quale «*acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma*»). La formulazione disgiuntiva dell'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1) — che riproduce quella della versione italiana dell'Allegato I della CRD — non incide sulle conclusioni raggiunte: come osservato (*supra*, § 3.4), anche in tal caso vengono in rilievo, ai fini del requisito di succursale, le sole forme di raccolta idonee, per caratteristiche e funzione, a generare i rischi propri della raccolta depositizia. Sotto il profilo letterale e sistematico del diritto interno, i due distinti disposti normativi e i relativi richiami alla rimborsabilità e agli obblighi di restituzione possono legittimamente essere interpretati alla luce della loro diversa *ratio* e funzione: nel contesto dell'articolo 14-*bis*, l'individuazione delle attività e dei servizi idonei ad attivare il requisito di succursale deve essere ricondotta alle esigenze di contenimento dei rischi individuati, anche sulla base di evidenze empiriche, nel *Banking Package*, in cui la CRD VI si inserisce, e alla corrispondente interpretazione unionale che ha accompagnato l'introduzione del nuovo requisito.

68 Banca d'Italia, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, provvedimento dell'8 novembre 2016, in vigore dal 1° gennaio 2017, Sezione II, par. 2. Le Disposizioni considerano «a vista» la raccolta rimborsabile su richiesta del depositante immediatamente o con preavviso inferiore a ventiquattro ore e ne confermano la riserva alle banche.

4.2.4 *I limiti emersi dalla prassi: autorizzazione al deposit-taking fondata sulla mera emissione obbligazionaria*

Sul piano applicativo, l'esperienza maturata con riferimento alle banche di Paesi terzi ha mostrato che l'assenza di accordi di cooperazione strutturata con le autorità di vigilanza del Paese di origine (MoU) ha costituito, in più occasioni, un ostacolo dirimente, impedendo in radice il rilascio di autorizzazioni a favore di banche extra-UE, anche quando l'operatività prospettata fosse limitata all'accesso ai mercati dei capitali tramite l'emissione di strumenti finanziari rimborsabili.

Nella prassi, esigenze di cooperazione e di riservatezza hanno appunto inciso in modo significativo sui percorsi di accesso al mercato e sulle condizioni operative delle banche di Paesi terzi; nel nuovo assetto delineato dalla CRD VI, tali esigenze assumono un rilievo ancora maggiore, poiché il requisito di succursale è chiamato a operare come strumento di supervisione effettiva, e non come mero adempimento formale.

Il regime CRD VI sulle succursali di Paesi terzi è infatti concepito come intrinsecamente cooperativo: esso presuppone scambi informativi effettivi, coordinamento e strumenti strutturati di collaborazione con le autorità del Paese di origine. In mancanza di tali presupposti, la presenza territoriale richiesta non è idonea, di per sé, a garantire un controllo effettivo sull'operatività svolta.

Nel quadro delineato dal legislatore europeo, il requisito di stabilimento tramite succursale risponde alla necessità di presidiare attività effettivamente svolte nel territorio dello Stato membro ospitante. La presenza territoriale è funzionale, quindi, a garantire l'attivazione e l'effettività dei presìdi prudenziali e organizzativi connessi all'attività svolta dalla banca di Paese terzo; al di fuori di tale ambito, ove ancorata alla mera «*presenza*» sul mercato di strumenti finanziari, essa rischia di tradursi in un presidio formale privo di contenuto incrementale.

Sotto questo profilo, la prassi applicativa, maturata in particolare dopo la *Brexit*, ha mostrato che incentrare il requisito autorizzativo — nella forma dell'autorizzazione al *deposit-taking*, oggi in quella del requisito di succursale — sulla sola attività di emissione non consente un'applicazione coerente del regime di riferimento. Il rapporto tra autorizzazione bancaria e disciplina concretamente applicabile all'unica attività svolta dall'emittente nei confronti del pubblico risulta, in questo senso, particolarmente rivelatore.

In taluni casi, l'autorizzazione al *deposit-taking* è stata richiesta e concessa a enti di Paesi terzi proprio in ragione della volontà di rivolgere le proprie obbligazioni al mercato italiano, poiché tale operatività era ritenuta, in astratto, idonea a integrare una forma di raccolta riservata ai sensi della normativa bancaria. La raccolta tramite strumenti di debito ha così costituito il fulcro attorno al quale è stata costruita la qualificazione dell'attività svolta come attività imprenditoriale di natura bancaria.

La prassi applicativa ha confermato tale incoerenza: dopo il rilascio dell'autorizzazione, l'attivazione dei presìdi obbligatori di gestione dei reclami e di risoluzione alternativa delle controversie propri dell'operatività bancaria è stata esclusa in ragione della natura dell'attività concretamente svolta, consistente nella mera emissione di strumenti finanziari identificati da ISIN e, come tale, assoggettata al TUF e alla disciplina dei mercati dei capitali, anziché alla disciplina di trasparenza di cui al Titolo VI TUB.

Dall'esperienza concreta emerge una discontinuità tra il presupposto autorizzativo formalmente assunto e la natura effettiva dell'attività svolta.

In tali circostanze, l'autorizzazione bancaria risultava intrinsecamente priva di contenuto operativo e l'attrazione dell'emittente in un perimetro «bancario» in ragione della sola emissione obbligazionaria appariva meramente nominalistica. L'emissione, considerata a monte quale attività bancaria sufficiente a determinare l'insorgenza dell'obbligo autorizzativo, non assumeva infatti, una volta rilasciata l'autorizzazione, alcuna rilevanza ai fini dell'applicazione della disciplina bancaria, poiché, come esposto in precedenza:

- l'emissione effettuata dall'emittente estero non è, di per sé, territorialmente localizzabile in Italia per il solo fatto che gli strumenti siano offerti, distribuiti, negoziati, accentrati o detenuti da investitori ivi situati;
- la mera emissione non integra la prestazione di un servizio bancario nei confronti degli investitori né instaura con essi una relazione qualificata;
- all'operazione e agli strumenti emessi si applicano il TUF e la disciplina europea dei mercati dei

capitali, e non la disciplina bancaria prevista dal TUB;

- l'informativa agli investitori e al mercato è quella derivante dal prospetto, dalla disciplina MAR e, ove applicabile, dal KID PRIIPs — discipline che tengono specificamente conto anche della natura bancaria dell'emittente —, e non quella prevista dal Titolo VI TUB in materia di trasparenza bancaria;

- la strutturazione, l'approvazione e la distribuzione del prodotto restano assoggettate agli incisivi presìdi di *product governance* e, nella fase distributiva, alle pertinenti regole MiFID;

- non trovano applicazione i presìdi di gestione dei reclami e di risoluzione alternativa delle controversie propri dell'operatività bancaria: la banca non può attivarne il relativo sistema in relazione alla mera emissione e l'investitore, che non assume la qualità di cliente bancario dell'emittente, non può avvalersi dell'ABF (l'ACF può rilevare soltanto nei confronti dell'intermediario che abbia prestato un servizio di investimento, mentre restano fermi gli eventuali obblighi di reclamo connessi alla disciplina PRIIPs ove applicabile);

- la vigilanza sull'emissione, sul prospetto e sull'informativa al mercato domestico è esercitata dalla CONSOB;

- l'eventuale intervento della Banca d'Italia rispetto ai rischi generati in concreto dagli strumenti non si fonda sui poteri prudenziali previsti dal TUB in relazione all'attività autorizzata, ma sullo specifico potere di *product intervention* attribuitole dall'articolo 7-*bis* TUF.

In sintesi, emerge un'asimmetria tra presupposto ed effetti dell'autorizzazione: l'emissione obbligazionaria era qualificata come attività bancaria al fine di attrarre l'emittente estero nel relativo regime autorizzativo, ma, una volta ottenuta l'autorizzazione, non costituiva oggetto né della disciplina bancaria né dei correlati obblighi, poteri di vigilanza e rimedi. Proprio l'attività che aveva determinato l'obbligo autorizzativo usciva, dunque, dallo spettro applicativo del TUB e dai poteri dell'autorità di vigilanza bancaria, restando integralmente assoggettata al TUF e alla disciplina dei mercati dei capitali, sotto la vigilanza della CONSOB.

L'estraneità dell'emissione all'ambito della disciplina bancaria non esclude, naturalmente, l'esercizio dei poteri specificamente previsti dalla disciplina dei mercati dei capitali. In particolare, come anticipato, l'articolo 7-*bis* TUF attribuisce alla Banca d'Italia il potere di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari e depositi strutturati, nonché determinate attività o pratiche finanziarie collegate, quando ciò sia necessario per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale, anche in ragione della diffusione, della circolazione o della concentrazione della relativa detenzione, nel rispetto dei princìpi di proporzionalità e di non discriminazione; la concreta rilevanza di tali rischi è oggetto delle valutazioni periodicamente pubblicate dalla stessa Autorità nell'ambito dell'esercizio del proprio potere di intervento.[69]

4.2.5 *Attuazione della CRD VI, interpretazione evolutiva e competitività del mercato italiano*

L'esperienza italiana mette in luce che l'autorizzazione basata sulla sola emissione di strumenti formalmente rimborsabili conduceva a una presenza «*di nome*» ma non di fatto: o vi è un servizio bancario, con una correlata relazione «*bancaria*» e un rischio localmente rilevante a fini prudenziali, oppure il presidio bancario resta vuoto di contenuto. Tale incoerenza strutturale evidenzia come, nel nuovo regime dell'articolo 21c della CRD VI, l'applicazione automatica del requisito di succursale derivante dalla sola emissione o dal solo collocamento di strumenti finanziari possa risultare non coerente con le finalità della disciplina, nella misura in cui i presìdi organizzativi devono essere valutati, come chiarito dall'EBA, alla luce della sostanza dell'attività svolta e del loro effettivo significato, in termini di rischio sistemico e prudenziale.

La medesima incoerenza emerge, nel nuovo regime, anche dalla difficoltà di conciliare il presupposto dell'obbligo di succursale con i termini previsti per il mancato avvio o la cessazione dell'attività autorizzata, che appaiono poco razionali e di difficile applicazione ove quest'ultima sia identificata nella sola emissione o commercializzazione di strumenti finanziari rivolti a investitori situati nel territorio o da questi detenuti (cfr. *supra*, § 2.4.2, articolo 48d della CRD e articolo 14-*bis* TUB).

Ciò nonostante, si comprende la cautela sottesa all'orientamento tradizionale e le possibili remore isti-

69 V. *supra*, nota 23.

tuzionali ad abbandonarlo o, meglio, a non replicarlo nel nuovo e diverso contesto. Sullo sfondo di tale impostazione si colloca, infatti, la preoccupazione che emittenti bancari di Paesi terzi, non assistiti da regimi prudenziali e di vigilanza sostanzialmente comparabili a quelli dell'Unione e, dunque, non necessariamente inseriti in quadri regolamentari idonei ad assicurare un adeguato livello di solidità patrimoniale, possano rivolgersi direttamente al mercato *retail* domestico, con possibili ricadute sulla stabilità del sistema nazionale. Si tratta di una cautela che, nella propria genesi storica, presentava una sua intrinseca intelligibilità. È tuttavia proprio quel quadro ad essersi progressivamente trasformato. L'evoluzione parallela del diritto bancario e del diritto dei mercati dei capitali, nonché la stessa *ratio* della CRD VI e il regime in materia di equivalenza, non consentono più di considerare necessaria una lettura estensiva della nozione di *core banking activities* — *rectius*, *services* — quale unica forma di protezione. L'effetto distorsivo, piuttosto, è che una lettura meramente formale della nozione di «*other repayable funds*», coniugata con un'applicazione eccessivamente ampia del concetto di equivalenza, finisca per trasformare una disciplina concepita per regolare l'accesso al settore bancario in un filtro all'ingresso nei mercati dei capitali, alterando il riparto funzionale tra disciplina prudenziale e disciplina degli investimenti che caratterizza l'ordinamento europeo e quello interno.

Un mutamento di prospettiva risulterebbe pienamente compatibile con l'attuale quadro normativo europeo e nazionale e, anzi, maggiormente coerente con le finalità del nuovo regime della CRD VI, con l'evoluzione della disciplina unionale e domestica e con il nuovo articolo 14-*bis* TUB. Esso valorizzerebbe inoltre, anche in ossequio ad una matura lettura dei principi di rango costituzionale, il riparto funzionale tra diritto bancario e diritto dei mercati dei capitali e la riconosciuta idoneità di quest'ultimo a rispondere anche a esigenze di stabilità e risolvibilità proprie del sistema creditizio, attraverso presìdi specifici, come dimostrano il quadro della BRRD, la disciplina del *self-placement* e, per quanto qui rileva, i poteri di *product intervention*.

Un simile affinamento interpretativo rappresenterebbe, dunque, non una frattura né un arretramento di tutela, ma il riconoscimento della complementarità e dell'efficienza degli strumenti oggi offerti dal diritto bancario e dal diritto dei mercati dei capitali, secondo una traiettoria evolutiva che altre autorità, a livello nazionale, hanno già conosciuto nel tempo nel riconsiderare, in chiave più mirata, forme di tutela introdotte originariamente a livello domestico in un contesto normativo ancora incompleto. A tale riguardo, possono richiamarsi tanto la revoca, da parte della CONSOB, di proprie precedenti risoluzioni in materia di distribuzione presso la clientela *retail* di prodotti illiquidi o complessi, quanto la riforma del TUF che ha abrogato la responsabilità del responsabile del collocamento:[70] in entrambi i casi si trattava di cautele predisposte a livello nazionale e successivamente ritenute non più necessarie alla luce del mutato quadro normativo, per lo più di derivazione europea, già idoneo ad assicurare un livello adeguato di tutela.

Il possibile allineamento dell'orientamento domestico alla posizione applicativa degli altri Stati membri, suffragato dall'evoluzione della normativa di riferimento, non richiederebbe modifiche normative di rango primario né inciderebbe sulla tutela sostanziale degli investitori e del sistema, oggi adeguatamente apprestata dall'ordinamento senza la necessità di imporre presìdi prudenziali territoriali non giustificati dalla natura dell'attività svolta e dai rischi ad essa connessi.

Ricondotte a unità, le considerazioni che precedono mostrano come il superamento dell'orientamento tradizionale non segni una cesura rispetto al sistema, ma ne rappresenti, piuttosto, lo sviluppo coerente. Il presidio della succursale trova giustificazione là dove si manifestino i rischi che i consideranda 5, 17 e 19 della CRD VI pongono a fondamento del nuovo regime, ossia quei rischi sistemici e di deflusso, localmente rilevanti, che la frammentazione dei regimi nazionali, in assenza di una vigilanza effettiva, rendeva concretamente possibili; ed è in funzione di tali rischi che occorre individuare, tra i fondi con obbligo di restituzione, la provvista rilevante ai fini dell'articolo 21c della CRD VI e, dunque, dell'articolo 14-*bis* TUB, che ne costituisce attuazione e al quale si estendono, pertanto, le considerazioni interpretative svolte nel presente lavoro. Nella lettura tecnica e funzionale maturata in seno all'EBA, essi connotano le sole forme di raccolta «*deposit-like*» — le passività, quindi, che, pur incorporate in strumenti finanziari, ripropongono i tratti qualificanti dei depositi: accessibilità e ritirabilità della provvista, sensibilità ai comportamenti dei titolari in condizioni di *stress*, inserimento in una relazione bancaria, di cui la detenzione in un *retail account* costituisce indice eloquente — e ne restano invece estranee le

70 CONSOB, Avviso del 3 febbraio 2022, recante revoca delle comunicazioni n. 9019104 del 2 marzo 2009 sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi e n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*; Legge 5 marzo 2024, n. 21, art. 9, comma 1, lettera b), che ha abrogato l'articolo 94, comma 7, TUF relativo alla responsabilità da prospetto dell'intermediario responsabile del collocamento.

ordinarie forme di raccolta sui mercati dei capitali. La mera emissione obbligazionaria non costituisce, per ciò solo, prestazione di un servizio bancario: la banca reperisce risorse sul mercato al pari di ogni altro emittente. Lo conferma, *a fortiori*, lo stesso articolo 11 TUB, che consente anche alle società non bancarie di raccogliere fondi mediante obbligazioni e altri strumenti finanziari, riservando alle banche le forme di raccolta a vista (*supra*, § 4.2.3). Pur collocandosi in un diverso ambito normativo, tale disposizione conferma sul piano sistematico che la natura rimborsabile dello strumento non è sufficiente a trasformarne l'emissione in attività bancaria riservata. Strumenti siffatti non sono idonei a generare *ex ante* rischi sistemici quando siano emessi da una banca più di quanto lo siano quando l'emittente sia una società non bancaria: in entrambi i casi, il rischio di credito e di insolvenza resta un rischio d'impresa, consapevolmente assunto dagli investitori, prezzato dal mercato e governato dalla disciplina dell'emissione e della distribuzione. Diversamente, nella «*credit intermediation*» fondata sulla «*maturity transformation*», il rischio assunto dalla banca non resta circoscritto alla sua sfera imprenditoriale e a quella dei suoi creditori, ma, in ragione del disallineamento delle scadenze, della vulnerabilità ai deflussi e dell'integrazione dell'attività bancaria con l'economia reale, è intrinsecamente suscettibile di propagarsi al sistema finanziario e oltre la cerchia dei soggetti direttamente coinvolti. È questo il rischio qualificante che giustifica lo specifico presidio prudenziale. E non è un caso che negli altri Stati membri la mera emissione obbligazionaria non assuma rilievo quale autonomo servizio bancario, riconducibile agli «*other repayable funds*» rilevanti ai fini dell'articolo 21c. Una simile interpretazione è già pianamente consentita dal diritto vigente: l'articolo 14-*bis* TUB non tipizza gli strumenti rilevanti e individua l'attività o il servizio rilevante mediante un rinvio diretto all'articolo 1, comma 2, lettera f), numero 1), senza transitare per le nozioni degli articoli 10 e 11 appena richiamate; l'articolo 23, comma 4, TUF, dal canto suo, affida gli strumenti di investimento, ancorché emessi da banche, alla disciplina dei mercati mobiliari quale disciplina speciale. Essa si pone, infine, in sintonia con l'interpretazione più matura dell'articolo 47 Cost.: la tutela del risparmio «in tutte le sue forme» non postula l'attrazione di ogni impiego della ricchezza nell'orbita della disciplina bancaria, ma ne esige una declinazione coerente con la natura dell'operazione e del rischio (*supra*, § 4.2.2). Il risparmio — tanto nella forma della liquidità affidata alla banca quanto in quella dell'investimento consapevolmente esposto all'alea del mercato — resta così affidato alle regole che gli sono funzionalmente proprie: la provvista «*deposit-like*» al perimetro dell'articolo 14-*bis* TUB e del requisito di succursale; gli ordinari strumenti di debito alla disciplina dei mercati dei capitali e ai poteri di intervento riconosciuti alle autorità, incluse quelle di vigilanza bancaria. È in questa articolazione dei presìdi, e non nell'indistinta estensione della disciplina bancaria, che la tutela costituzionale del risparmio, perseguita anche attraverso il riparto di funzioni tra Testo Unico Bancario e Testo Unico della Finanza, trova oggi la sua più compiuta attuazione.

Tale esito eviterebbe, al contempo, un *unicum* nel contesto unionale, con impatti negativi sulla competitività del mercato italiano e sulla varietà degli strumenti cui gli investitori possono destinare le proprie disponibilità finanziarie.

5. Sussidiarietà e complementarità dei presìdi propri della disciplina bancaria e dei mercati mobiliari

5.1 *Self-placement, presidi BRRD, obblighi di informativa e MiFID quale risposta della disciplina dei mercati mobiliari a esigenze prudenziali e di risoluzione*

L'esperienza storica del collocamento di obbligazioni bancarie presso la clientela della banca – sia in qualità di *MiFID clients*, sia come depositanti e correntisti, ossia clienti bancari in senso tecnico – costituisce un precedente esplicativo di particolare rilievo. Essa mostra come, a fronte di criticità emerse nel rapporto diretto banca-cliente e dei riflessi in concreto sulla risoluzione, l'ordinamento europeo non abbia reagito rafforzando i poteri dell'autorità di vigilanza bancaria o estendendo la normativa bancaria di prodotto, nonostante la peculiare circostanza di un soggetto bancario europeo presente sul territorio (e già assoggettato a vigilanza) che, sfruttando l'autorizzazione alla raccolta dei depositi, collocava titoli propri presso la clientela. Al contrario, il fenomeno è stato affrontato mediante il rafforzamento delle regole MiFID nella fase di distribuzione e il loro coordinamento con le esigenze di risolvibilità dell'emittente.

Questo fenomeno ha rappresentato, storicamente, un caso «*limite*», nascendo all›interno della relazione di affidamento tra banca e cliente: non si tratta del collocamento «*classico*» di titoli di un emittente terzo, bensì di un›offerta rivolta a correntisti, in cui la banca cumula i ruoli di emittente e distributore e, per così dire, «*sposta la provvista dal deposito all'investimento*».

Solo successivamente, nella terminologia europea, tale pratica è stata esplicitamente definita *self-placement*, ossia la distribuzione presso la clientela *retail* di strumenti di debito emessi dall'istituzione che li distribuisce (o da entità del gruppo). Lo *Statement* congiunto EBA/ESMA qualifica espressamente

vedi l'articolo online | versione in inglese

tale pratica e ne evidenzia due profili inseparabili: (i) rilevanti criticità di tutela dell'investitore-cliente nella fase di vendita; e (ii) un impatto significativo sulla concreta applicazione del *framework* di risoluzione, poiché la presenza diffusa di detentori *retail* di passività potenzialmente soggette a *bail-in* rende più complesso il disegno e l'esecuzione della strategia di risoluzione, avendo alimentato un numero rilevante di casi di mis-selling.[71]

La risposta europea è particolarmente istruttiva ai fini del presente ragionamento. Di fronte a un fenomeno che nasce *in primis* nel rapporto banca-cliente depositante e produce effetti significativi sulla risoluzione, l'ordinamento non ha rafforzato la disciplina della trasparenza bancaria né esteso la normativa bancaria di prodotto. In attuazione del principio di sussidiarietà, ha invece fatto ricorso ai presìdi propri dei mercati dei capitali, affinandoli e coordinando la disciplina MiFID della fase distributiva con le esigenze di risolvibilità perseguite dalla BRRD. In questa prospettiva, anche l'articolo 44-*bis* BRRD assume quale perno operativo la valutazione di adeguatezza prevista dalla MiFID II, affiancata dalla *product governance* e dall'informativa sui rischi di *bail-in* o legati al *ranking* del prodotto. Tali strumenti, pur concorrendo alla tutela del *retail*, sono espressamente dichiarati come funzionali in primo luogo alla risolvibilità della banca emittente e confermano che le relative esigenze possono essere governate attraverso la disciplina dei mercati, senza estendere presìdi bancari di prodotto o di vigilanza.

L'esperienza del *self-placement* evidenzia, del resto, che l'elemento qualificante risiede non nella sola natura bancaria dell'emittente o nella rimborsabilità dello strumento, ma nella preesistente relazione con la clientela, nell'affidamento maturato al suo interno e nella fiducia riposta nella banca depositaria. È facendo leva su tale *customer relationship* che la banca può orientare verso propri strumenti finanziari la liquidità detenuta dai clienti in forma depositizia.

Il rilievo assunto, anche in tale contesto, dalla preesistente relazione bancaria e dall'affidamento del cliente offre inoltre un ulteriore riscontro e consente di comprendere la successiva elaborazione dell'EBA, basata su esperienze concrete, anche in materia di *deposit-likeness* (*supra*, § 3.5.2).

5.2 *Product intervention* delle autorità di vigilanza bancaria in merito a rischi sistemici generati da strumenti di mercato

La rilevanza e la qualificazione regolamentare delle obbligazioni bancarie emesse da enti di Paesi terzi non possono essere fondate esclusivamente sulla loro rimborsabilità. Depositi e obbligazioni appartengono ad ambiti giuridici distinti, costruiti su presupposti, finalità e tecniche di tutela complementari: i primi sono ancorati alla protezione statica del risparmio e alla relazione bancaria; le seconde alla tutela dell'investimento e alla corretta individuazione, comprensione e gestione del rischio. Riconoscere tale distinzione non significa disconoscere la peculiarità delle emissioni bancarie, ma individuare il presidio coerente con l'attività effettivamente svolta e con il rischio generato.

Quando l'operatività consiste nell'emissione di strumenti finanziari e non si accompagna ad attività localmente idonee a instaurare una relazione con il pubblico e a generare i rischi sistemici individuati come caratteristici dell'attività bancaria, le esigenze di tutela e stabilità trovano risposta nelle regole costruite sul prodotto, sull'informativa, sulla distribuzione e sulla circolazione (ivi inclusa la disciplina della *product governance*, sulla quale cfr. *supra*, § 3.4), nonché nei poteri di intervento attribuiti alle

71 Come rilevato da EBA ed ESMA, in troppi casi la vendita iniziale di passività bancarie a investitori *retail* e le relative prassi informative non sono state conformi ai requisiti di tutela dell'investitore, con l'emersione di un numero rilevante di casi di *mis-selling*; poiché, in caso di *bail-in*, la BRRD non differenzia il trattamento delle passività ammissibili in ragione della natura del titolare, la presenza significativa di detentori *retail* deve essere considerata dalle autorità di risoluzione nella pianificazione e nella valutazione dei possibili impedimenti alla risolvibilità (EBA ed ESMA, *Statement* EBA/Op/2018/03, cit. *supra*, nota 3). Il rischio di contenzioso per *mis-selling* incide, infatti, già *ex ante* sulla strategia di risoluzione: in presenza di una diffusa detenzione *retail* di passività ammissibili e di un concreto rischio di contestazioni, l'autorità di risoluzione può essere indotta a escluderle, in tutto o in parte, dall'applicazione del *bail-in*, avvalendosi delle esclusioni discrezionali di cui all'art. 44, paragrafo 3, BRRD — in particolare ove ciò sia necessario per evitare un contagio diffuso o una distruzione di valore —, con conseguente riallocazione delle perdite sugli altri creditori o sugli strumenti di finanziamento della risoluzione e riduzione dell'efficacia del *bail-in* quale strumento di assorbimento delle perdite. Testimoniano la dimensione del fenomeno, nell'esperienza italiana, l'istituzione del Fondo di solidarietà (art. 1, commi 855 ss., l. 28 dicembre 2015, n. 208) e del Fondo indennizzo risparmiatori (art. 1, commi 493 ss., l. 30 dicembre 2018, n. 145), quest'ultimo destinato a indennizzare i detentori di azioni e obbligazioni subordinate di banche poste in liquidazione coatta amministrativa per il pregiudizio subito in ragione delle «violazioni massive degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza, buona fede oggettiva e trasparenza» previsti dal TUF. Sul fenomeno del *self-placement* e sui relativi profili di tutela dell'investitore, disciplina dei servizi di investimento e risoluzione bancaria, cfr. P.-H. Conac, *Mis-selling of Financial Products: Subordinated Debt and Self-placement*, studio richiesto dalla Commissione ECON del Parlamento europeo, PE 618.994, giugno 2018; L. Enriques, M. Gargantini, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *The Italian Law Journal*, 2017, vol. 3, n. 2, pp. 485-510; D. Busch, *Self-placement, dealing on own account and the provision of investment services under MiFID I & II*, in *Capital Markets Law Journal*, 2019, vol. 14, n. 1, pp. 4-15; U. Malvagna, A. Sciarrone Alibrandi, *Misselling in Self-placement and Bank Resolution under BRRD2*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, vol. 17, n. 5, pp. 522-557.

vedi l'articolo online | versione in inglese

autorità. La natura bancaria dell'emittente resta rilevante, ma non giustifica, per ciò solo, una presenza territoriale che, come noto sin dall'origine, sarebbe priva di contenuto operativo: l'autorizzazione sarebbe richiesta per una succursale che, per dichiarazione della stessa banca di Paese terzo, non svolgerà alcuna attività diversa dall'emissione.

Anche in tale ambito, al pari delle emissioni *corporate*, potrebbero certamente emergere rischi per il sistema dello Stato membro ospitante, e tali rischi possono assumere, in casi appropriati, una dimensione rilevante per l'integrità e la stabilità finanziaria locale.

Il MiFIR annovera espressamente, all'articolo 1, i *product intervention powers* tra i propri oggetti e, agli articoli 40, 41 e 42, attribuisce all'ESMA poteri di intervento sugli strumenti finanziari e all'EBA sui depositi strutturati, nonché sulle rispettive attività o pratiche finanziarie, e alle autorità competenti nazionali poteri nei rispettivi ambiti, consentendo di vietare o limitare il *marketing*, la distribuzione o la vendita dei prodotti interessati, nonché determinate attività o pratiche finanziarie, quando essi diano luogo — oltre che a significative preoccupazioni di tutela degli investitori o dell'integrità dei mercati — a una minaccia per la stabilità di tutto o parte del sistema finanziario dell'Unione o di almeno uno Stato membro.[72]

Il diritto dell'Unione mostra che, in tali ipotesi, il presidio normativo pertinente fa affidamento su poteri di intervento inseriti in un regolamento del settore dei mercati e costruiti per operare sul prodotto, sulla sua circolazione e sulle pratiche di mercato collegate, e sulla relativa rischiosità — nonché in funzione del rischio emittente e della sua *creditworthiness*, oltre che delle caratteristiche di *payout* — anche ove, in ragione dell'ammontare e della concentrazione della detenzione, tali elementi possano determinare un rischio per la stabilità del sistema oltre che per gli investitori.[73]

72 Il Regolamento delegato (UE) 2017/567 conferma e sviluppa la medesima impostazione, precisando i criteri e i fattori rilevanti ai fini dell'intervento e mostrando che l'attenzione regolatoria può legittimamente concentrarsi, tra l'altro, sulla dimensione dell'emissione, sull'ampiezza della distribuzione, sulla platea dei detentori, sulla circolazione locale e sul potenziale impatto sul mercato e sul sistema finanziario interessato (cfr. *supra*, nota 23).

73 Si tratta, dunque, di poteri attribuiti alle autorità competenti di tutti gli Stati membri per fronteggiare rischi di integrità del mercato e di stabilità del sistema derivanti da strumenti dei mercati dei capitali e dalla loro diffusione. Per esercitare tali poteri non è necessario imporre all'emittente una presenza prudenziale locale stabile, dotata di autonoma *governance* e assoggettata a vigilanza territoriale. Né tali rischi giustificano, di per sé, l'introduzione

In altri termini, ove il rischio individuato consista in un rischio sistemico a livello locale derivante da strumenti di mercato in quanto tali, l'ordinamento unionale mette a disposizione delle autorità, incluse quelle bancarie centrali e locali, poteri specifici e proporzionati di intervento, da esercitarsi nel rispetto del principio di non discriminazione, calibrati sul fenomeno che si intende presidiare e modulati in modo progressivo, fino al divieto o alla limitazione della distribuzione come misura estrema.

A livello italiano, per esempio, tale lettura trova del resto un coerente riscontro, oltre che nell'articolo 7-*bis* TUF, nell'impostazione seguita dalla Banca d'Italia in materia di *product intervention*, ove il fulcro dell'analisi è posto precisamente sui rischi per la stabilità e l'integrità del sistema nazionale che possono derivare dalla diffusione, dalla circolazione e dalla detenzione locale di determinati strumenti finanziari, non già sulla costruzione di una vigilanza prudenziale bancaria sull'emittente in quanto tale.

In tale quadro, nel rispetto dei princìpi di sussidiarietà e proporzionalità e in un'ottica di complementarità, le autorità preposte alla vigilanza dei mercati dispongono di strumenti propri a tutela degli investitori, e le autorità di vigilanza bancaria locali esercitano poteri mirati sui profili di stabilità e di integrità del sistema che, per essere attivati, non necessitano certo della presenza di una succursale.

PARTE II — *«OTHER REPAYABLE FUNDS»* E FATTISPECIE ONTOLOGICAMENTE ESTRANEE. *CERTIFICATES* E DERIVATI CARTOLARIZZATI, OBBLIGAZIONI STRUTTURATE ED EMISSIONI DA PARTE DI SOGGETTI NON BANCARI, INCLUSE LE *HOLDING COMPANIES* DI GRUPPI BANCARI

6. Limiti oggettivi e soggettivi della nozione di *«other repayable funds»*

Per completezza, si svolgono, infine, alcune riflessioni relative all'ambito oggettivo e soggettivo di riferimento dell'espressione «*altri fondi rimborsabili*», valide indipendentemente dalla posizione assunta sulla sua portata ai fini dell'articolo 21c della CRD VI.

6.1 *Certificates e derivati cartolarizzati*

Può essere utile delimitare, in primo luogo, l'ambito oggettivo degli strumenti potenzialmente rilevanti,

surrettizia di un filtro di ingresso ai mercati dei capitali legato al quadro normativo del Paese d'origine dell'emittente.

al fine di evitare che il requisito di stabilimento, mediato dal carattere rimborsabile del prodotto, venga ipotizzato in relazione a fattispecie che, per struttura e funzione economico-giuridica, non costituiscono strumenti cui sia ontologicamente riferibile un obbligo di rimborso o restituzione, quali i *certificates*.

Ciò deriva dalla pacifica circostanza che, anche nelle definizioni formalmente adottate a livello legislativo, istituzionale e regolamentare, tali prodotti si configurano come derivati cartolarizzati (*securitised derivatives*). Non si tratta di titoli di debito che hanno la propria giustificazione in una causa di finanziamento, incorporanti quindi obblighi di rimborso e di corresponsione di interessi quali, rispettivamente, restituzione e remunerazione di capitale preso a prestito (*borrowed money*). I pagamenti dovuti ai sensi dei *certificates* sono infatti determinati sulla base dell'andamento del prezzo di un sottostante, sul quale l'investitore e l'emittente, in senso atecnico, «scommettono». Coerentemente, non vi è un capitale (*principal amount*) ma un valore nozionale (*notional amount*) utilizzato esclusivamente come parametro di calcolo; il pagamento finale assume la forma di *settlement amount* o *redemption amount*, e non di rimborso di capitale preso a prestito; né si contempla la corresponsione di interessi (*interest payments*) quale remunerazione del capitale prestato, bensì pagamenti una tantum o periodici, quali cedole più o meno condizionate (*coupons*), premi (*premiums*) o importi collegati al *payoff* (*payoff-linked amounts*).

Al di là della nomenclatura utilizzata, espressioni che si riferiscano alla «*capital protection*» o a strumenti *guaranteed* descrivono atecnicamente il risultato economico potenziale dell'operazione, vale a dire la restituzione dell'ammontare investito sulla base della formula di *payoff*, che può prevedere meccanismi di *floor* e opzioni.

Anche sul piano fiscale, nell'esperienza di singoli ordinamenti, i flussi generati dai *certificates* non sono considerati interessi, bensì proventi finanziari derivanti da strumenti di investimento (con il conseguente possibile riconoscimento della compensabilità delle perdite, come nell'ordinamento italiano). La diversità strutturale tra derivati cartolarizzati e titoli di debito, nonché l'assenza di capitale prestato e di un obbligo di sua restituzione o rimborso, implicano che i *certificates* non possano essere considerati — e non vengano considerati dagli operatori — quali «*fondi rimborsabili*» per i quali esiste un obbligo di «*restituzione*».[74]

6.2 *Obbligazioni strutturate e strumenti non capital protected*

Una diversa riflessione si pone per le obbligazioni strutturate, che — pur potendo incorporare componenti derivative o essere legate all'andamento di sottostanti — restano titoli di debito con obbligo di restituzione, alla pari o meno, del capitale prestato. Ferma restando la posizione qui sostenuta in merito alle caratteristiche che gli strumenti di debito dovrebbero presentare per essere attratti nella nozione di «*other repayable funds*», anche nell'ambito dell'interpretazione formalistica qui non condivisa, ove si attribuisse maggiore rilievo alla natura di investimento rispetto alla funzione di risparmio, tali strumenti non dovrebbero comunque essere inclusi nell'ambito applicativo né del regime conservativo storicamente seguito né di quello della CRD VI, assumendo la funzione di raccolta e di *funding* un rilievo attenuato.

Significativa, in questo senso, è l'osservazione della *Federal Reserve*, secondo cui, rispetto agli strumenti *plain vanilla*, «*investors in structured notes tend to pay less attention to issuer credit risk than investors in other long-term debt, because investors use structured notes to gain exposure unrelated to the covered BHC*»: l'aspetto di *funding* risulta, dunque, meno rilevante.[75]

Secondo altre interpretazioni, che forse prendono le mosse dalla medesima considerazione circa la prevalenza, in alcune ipotesi, della componente di investimento rispetto alla mera funzione di reperi-

74 Regolamento delegato (UE) 2019/980, cit. supra, nota [3], Allegato 17; Banca d'Italia, *Il "potere di intervento"*, cit. *supra*, nota 23, Appendice D; Borsa Italiana S.p.A., Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, deliberato dal Consiglio di amministrazione il 21 luglio 2026 e approvato dalla CONSOB con determinazione n. 173 dell'8 settembre 2026, e relative Istruzioni, nelle versioni in vigore dal 19 ottobre 2026; Regolamento del mercato SeDeX (*Securitised Derivatives Exchange*) e relative linee guida, in vigore dal 19 ottobre 2026; regolamento CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni. Per il profilo fiscale italiano, cfr. gli articoli 67, comma 1, lettera c-quater), e 68, comma 5, del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR), e, per il regime del risparmio amministrato, l'articolo 6 del decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461; cfr. inoltre il materiale formativo pubblicato sul sito dell'Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento (ACEPI), *Casi pratici di applicazione dei certificati nei portafogli in consulenza — I certificati alla prova del cambiamento*, sezione «La fiscalità dei Certificati».

75 Sul punto, v. *supra*, nota 24.

mento di provvista, il discrimine andrebbe tuttavia individuato non in via generale nella natura economica dell'operazione, bensì nelle caratteristiche del titolo e, in particolare, nella presenza di un effettivo obbligo di restituzione del capitale. In tale prospettiva, potrebbero essere considerati «*repayable funds*» soltanto i titoli che attribuiscono all'investitore una certezza del rimborso del capitale originariamente conferito secondo i termini e condizioni del prestito e il relativo *payoff*, mentre tale qualificazione verrebbe meno ove il capitale sia esposto, in tutto o in parte, al rischio dell'investimento e il regolamento dell'emissione non ne assicuri la restituzione. Se, tuttavia, si assume quale criterio decisivo la funzione di investimento dello strumento, e non l'esistenza giuridica del diritto di rimborso (sia esso o meno condizionato, o subordinato), tale premessa deve essere applicata coerentemente anche alle obbligazioni strutturate, escludendole dalla nozione di fondi rimborsabili indipendentemente dall'eventuale protezione, totale o parziale, del capitale prestato.

6.3 *Banche, holding e presupposto soggettivo del requisito di succursale*

Sotto il profilo soggettivo, l'utilizzo della formula generale «impresa di Paese terzo» (*third-country undertaking*) risponde alla finalità di attrarre nell'alveo della vigilanza prudenziale qualunque entità extra-UE che ponga in essere un'attività la quale, ove esercitata nel territorio dell'Unione, ne presupporrebbe l'autorizzazione quale ente creditizio. Ai sensi della normativa e della prassi applicativa comuni ai diversi ordinamenti nazionali, l'apertura di una succursale bancaria, con le precisazioni di seguito esposte, presuppone necessariamente che il soggetto richiedente sia qualificabile come banca (*credit institution*) nel Paese di origine o sia ivi autorizzato allo svolgimento delle attività o dei servizi considerati.[76] Tale presupposto soggettivo ha sempre costituito un elemento indefettibile del regime di autorizzazione, regolato nei singoli ordinamenti nazionali dagli specifici presìdi di settore, nonché della disciplina della prestazione transfrontaliera, che opera esclusivamente nei confronti di soggetti aventi *status* bancario o autorizzati all'esercizio di siffatte attività. Coerentemente, né il regime previgente né quello attuale dovrebbero consentire l'apertura di una succursale bancaria da parte di *holding* capogruppo che non siano esse stesse banche o entità abilitate alla prestazione dei medesimi servizi nel Paese di origine, indipendentemente dal fatto che tali soggetti siano a capo di un gruppo bancario vigilato su base consolidata.

Parallelamente, la legislazione di settore europea ha storicamente escluso dal divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico l'emissione di obbligazioni, titoli di debito e altri strumenti finanziari effettuata da emittenti di natura societaria. Ne conseguiva che, anche in Italia, nonostante l'approccio per altri versi conservativo, l'emissione di obbligazioni da parte di soggetti *corporate*, inclusi emittenti esteri e *holding* non bancarie di gruppi bancari, non richiedesse autorizzazione bancaria né presupponesse la qualifica di banca o di *credit institution* nel Paese di origine.

Tale impostazione è stata applicata in modo costante anche con riferimento a *holding* di Paesi terzi di rilievo sistemico, come nel caso di emittenti statunitensi, che, a partire dai primi anni Duemila, sono entrati nel mercato finanziario europeo come emittenti di strumenti di debito tramite le rispettive *holding*, sulla base di prospetti redatti secondo la disciplina domestica applicabile *ratione temporis*. In tale contesto, e in particolare nel periodo antecedente all'armonizzazione della Direttiva Prospetti, in alcuni Paesi dell'Unione gli emittenti bancari beneficiavano di una specifica esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, mentre per le *holding* non bancarie veniva preventivamente verificata — anche mediante interlocuzioni con le competenti autorità di vigilanza dei mercati — la corretta qualificazione delle emissioni come raccolta *corporate* societaria e non come attività bancaria, con conseguente assoggettamento agli obblighi di pubblicazione del prospetto, non potendo tali soggetti essere trattati come enti bancari né ai fini di un'eventuale autorizzazione all'esercizio della propria attività né quali emittenti legittimati a beneficiare delle esenzioni dal prospetto.

Tale assetto riflette anche il principio strutturale indefettibile secondo cui la succursale non ha personalità giuridica autonoma, essendo una proiezione organizzativa dell'attività autorizzata nello Stato di origine. Il quadro delineato trova piena conferma nel diritto dell'Unione: in particolare, l'articolo 21c della CRD VI, letto congiuntamente agli articoli 47 e seguenti della medesima Direttiva, disciplina il requisito di stabilimento tramite succursale esclusivamente con riferimento a enti di Paesi terzi autorizzati, presupponendo che l'autorità competente dello Stato membro ospitante riceva conferma dall'autorità

76 Il presupposto soggettivo si atteggia, peraltro, diversamente a seconda del servizio: ai sensi dell'articolo 47, paragrafo 1, della CRD, come sostituito dalla CRD VI, la concessione di crediti e il rilascio di garanzie e impegni rilevano solo se prestati da un'impresa di Paese terzo che si qualificherebbe come ente creditizio se fosse stabilita nell'Unione; la raccolta di depositi e di altri fondi rimborsabili rileva invece qualunque sia l'impresa che la svolga, ma lo stabilimento della succursale presuppone pur sempre che essa sia autorizzata a prestare il servizio nel Paese d'origine (cfr. *supra*, nota 4).

vedi l'articolo online | versione in inglese

di vigilanza del Paese di origine circa l'autorizzazione alla prestazione dei relativi servizi e l'assoggettamento a vigilanza prudenziale effettiva. Ne discende che il requisito di succursale ora, e di autorizzazione bancaria alla raccolta prima, nel nostro contesto può operare solo nei confronti di soggetti giuridicamente e operativamente abilitati a svolgere nel Paese di origine l'attività di *deposit-taking*.

Nel quadro prudenziale, le c.d. *clean holding companies* poste al vertice di gruppi bancari sono progettate per non raccogliere depositi o altri fondi equiparabili e costituiscono la sede di emissione di passività destinate all'assorbimento delle perdite a livello di gruppo, strutturalmente subordinate alle passività delle società operative e, ove ne ricorrano i requisiti, *TLAC-eligible*.[77] Per tali specifici emittenti sarebbe stato, dunque, del tutto impossibile ottenere conferme dal Paese terzo circa l'esistenza di autorizzazioni ivi vigenti alla raccolta di depositi. Tale architettura, funzionale alla subordinazione strutturale delle passività di questa specifica categoria di *holding*, costituisce un pilastro del *framework* di risoluzione che, né a livello unionale né nei singoli ordinamenti nazionali, è mai stato posto in dubbio.

Nel loro insieme, tali elementi confermano che il requisito di stabilimento tramite succursale conserva una dimensione eminentemente soggettiva, ancorata allo *status* dell'ente e alla sua abilitazione allo svolgimento di attività bancaria o alla prestazione dei correlati servizi, e non può essere esteso, in via automatica, a soggetti che, pur inseriti in gruppi bancari vigilati, operano come *holding* non bancarie e come emittenti di strumenti di mercato. Riteniamo pertanto coerente con l'interpretazione storicamente assunta in Italia che, anche nel nuovo regime, tali *holding companies* di natura societaria possano fare ricorso ai mercati dei capitali al pari di qualunque emittente *corporate*, senza essere assoggettate vuoi a un requisito di autorizzazione o di succursale che, per il loro stesso statuto operativo, non potrebbero soddisfare, vuoi all'applicazione di limiti societari interni previsti nei singoli ordinamenti europei riferiti (e riferibili solo) ai rispettivi emittenti domestici. [78] Sempre attingendo all'esperienza

77 Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012, GUUE L 150 del 7 giugno 2019, pp. 1-225, con particolare riguardo agli articoli 72-bis e seguenti del CRR sui requisiti relativi ai fondi propri e alle passività ammissibili e alla disciplina TLAC; Direttiva (UE) 2019/879 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda la capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e la direttiva 98/26/CE, GUUE L 150 del 7 giugno 2019, pp. 296-344, inclusi i requisiti di fondi propri e passività ammissibili (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, MREL). Tali fonti delineano il quadro delle passività non operative e strutturalmente subordinate emesse dalle capogruppo di risoluzione. Per gli specifici *clean holding company requirements* statunitensi, cfr. altresì Board of Governors of the Federal Reserve System, *final rule* in materia di TLAC, debito a lungo termine e *clean holding companies*, cit. *supra*, nota 24.

78 Quali quelli previsti, ad esempio, in Italia dall'articolo 2412 c.c. Nel senso della loro inapplicabilità agli emittenti esteri depongono, convergentemente, la disciplina di diritto internazionale privato, la prassi applicativa della Banca d'Italia, che non ha mai assoggettato tali emittenti ai limiti previsti per le società italiane, e la stessa interpretazione istituzionale sottesa alle riforme avviate nel 2012, motivate anche dall'esigenza di rimuovere lo svantaggio competitivo derivante dall'applicazione di tali limiti ai soli emittenti domestici. Nella medesima prospettiva deve essere letto il provvedimento della Banca d'Italia dell'8 novembre 2016, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, Sezione I («Disposizioni di carattere generale»), par. 4 («Destinatari della disciplina»), secondo cui «Le presenti disposizioni si applicano ai soggetti residenti in Italia e, in quanto compatibili, ai soggetti non residenti per l'attività di raccolta effettuata in Italia». Il provvedimento, nell'individuare i destinatari della disciplina ivi contenuta, consente di andare oltre la lettera dell'art. 11, comma 4, TUB, che, nel far salva la raccolta effettuata dalle società ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari, si riferisce testualmente alle sole società italiane. Estende infatti ai soggetti esteri, nei limiti della compatibilità, la possibilità di svolgere tale raccolta in Italia, consentendo così di considerarla non riservata anche quando effettuata da emittenti *corporate* esteri. Il provvedimento non fa, invece, alcun riferimento alla possibile applicazione delle previsioni del codice civile, riferibili per definizione alle sole società italiane: previsioni che, alla luce dei richiamati elementi sistematici, applicativi e istituzionali, devono ritenersi non compatibili con l'assoggettamento ad esse degli emittenti esteri. Né, del resto, un'autorità di vigilanza bancaria nazionale potrebbe imporre a una società estera limiti societari propri di un altro ordinamento, trattandosi di materia riservata alla *lex societatis*, mentre l'art. 2412 c.c. si applica per definizione alle sole società italiane.
Sul tema della legge applicabile alle società (c.d. *lex societatis*, ossia la legge che governa la società e ne regola, tra l'altro, capacità e poteri), si veda l'art. 25 L. 31 maggio 1995, n. 218 e, per le società di Stati membri, gli artt. 49 e 54 TFUE, nonché Corte giust., 9 marzo 1999, C-212/97, *Centros*; 5 novembre 2002, C-208/00, *Überseering*; 30 settembre 2003, C-167/01, *Inspire Art.*; 25 aprile 2024, C-276/22, *Pres. Larsen, Rel. Jürimäe*; Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 283-2015/I, «*Il trasferimento della sede sociale all'estero e la trasformazione internazionale*; e S.M. Carbone, *Lex mercatus e lex societas tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*», in «*I Quaderni europei*», *Working Paper 2008/n.* 4, ottobre 2008. Sulla distinzione rispetto alla legge regolatrice del rapporto contrattuale incorporato nel titolo, si veda il Reg. (CE) n. 593/2008 (c.d. Roma I), che esclude dal proprio ambito le questioni di diritto societario (art. 1, par. 2, lett. f); e F.M. Mucciarelli, *Società estere con amministrazione o sede sociale in Italia e libertà di stabilimento: la giurisprudenza della Corte di Giustizia nasce da errori, equivoci e curiosi fatti di cronaca rosa*, in «*Giurisprudenza Commerciale*», 2024, n. volume 51, fascicolo n. 5, pagg. 936-942. Sulle riforme del 2012 dell›art. 2412 c.c., si vedano l›art. 32, comma 26, D.L. 22 giugno 2012, n. 83 («Misure urgenti per la crescita del Paese»), conv., con modif., dalla L. 7 agosto 2012, n. 134 (G.U. n. 187 dell›11 agosto 2012, S.O. n. 171), che ha sostituito il quinto comma dell›art. 2412 c.c.; Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 143-2014/I (Atlante-Ruotolo), «Le modifiche ai limiti all›emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell›art. 2412 c.c.)»; e, per i lavori preparatori, Camera dei deputati, Servizio Studi, Dossier n. CL164 del 5 luglio 2012, su D.L. 83/2012 (A.C. 5312).

italiana, le medesime riflessioni dovrebbero continuare ad applicarsi agli altri emittenti di natura non bancaria o che prestino servizi e attività di per sé non assoggettati a vigilanza prudenziale, quali SPVs o soggetti equiparabili. Né il mero ruolo di garante assunto da un soggetto bancario può attrarre nell'alveo degli «*other repayable funds*» l'obbligazione garantita emessa da un soggetto di diversa natura o la relativa garanzia, poiché né l'una né l'altra costituiscono una forma di raccolta di natura bancaria.

vedi l'articolo online | versione in inglese



DB non solo diritto bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

dirittobancario.it