

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK  
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

3 / 2022

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

La sede della Rivista è presso  
la Fondazione G. Capriglione Onlus,  
Università Luiss G. Carli,  
Viale Romania 32, 00197 Roma.

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera  
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere  
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre  
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

*Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.*

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Cocozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Gaspare, F. Gaspari, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

## I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

M. Guarini, R. Miccù, A. Miglionico, F. Moliterni, I. Sabbatelli,  
A. Sacco Ginevri, D. Siclari, V. Troiano

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari* (Crypto activities between technological innovation and regulatory requirements).....225

RAFFAELE LENER – *Qualche appunto sulle fattispecie acquisitive di partecipazioni bancarie* (Some notes on the acquisition of Bank shareholdings).....281

MASSIMILIANO ATELLI – *In house providing e iscrizione delle finanziarie regionali nell'elenco degli intermediari finanziari autorizzati* (In house providing and registration of regional financial companies in the list of authorized financial intermediaries (art. 106 of Legislative Decree n. 385 of 1993)).....291

### VARIETÀ

PIER PAOLO PIRANI – *Lending marketplace e investing marketplace: due semirette convergenti?* (Lending marketplace and investing marketplace: two converging half-lines?).....323

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

ROBERTA LO CONTE – *Valutazione del dissesto o rischio di dissesto bancario e impugnabilità delle decisioni del Single Resolution Board* (Assessment of bank failure or risk of bank failure and judicial appeal against the decisions of the Single Resolution Board), nota a sentenza del Tribunale dell'Unione Europea 6 luglio 2022.....100

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

## LE CRIPTO ATTIVITÀ TRA INNOVAZIONE TECNOLOGICA ED ESIGENZE REGOLAMENTARI \*

*(Crypto activities between technological innovation and regulatory requirements)*

*“I giochi d’azzardo o le scommesse non sono in sé stessi contrari. Diventano moralmente inaccettabili allorché privano la persona di ciò che le è necessario per far fronte ai bisogni propri e altrui”.*  
(Catechismo della Chiesa Cattolica, 2413)

**ABSTRACT:** *This article examines, on a critical perspective, the crypto asset, a new and debated topic characterised by a challenging technicality. The analysis contributes to the literature with a view on the controversial issues that the cryptocurrencies present to the legal scholar. In other terms, the main objective is to redefine the contractual relationships between market players in cryptoland. It further illustrates the essential elements of financial contracts along with the operative procedures which determine the economic aspects of demand and supply of products. The core argument identifies a possible legal qualification to the ‘crypto activities’, although there are criticisms raised among commentators about the regulatory framework of crypto which seems to relate, on the one hand to financial instruments, on the other to intangible goods.*

*The recent developments in the EU arena have not addressed the issues, hence the lack of consistency from regulators to establish a level playing field of rules in this matter. It is evident that the contractual expectations in crypto assets are often driven by speculative intentions and the desire to carry out a gambling/gaming experience. In this context, the sense of responsibility of supervisory authorities, in absence of ad hoc regulation, represents the only*

---

\*Si riproduce con integrazioni e l’aggiunta di note il testo della relazione svolta nel *webinar*, organizzato dall’Università Marconi, il giorno 5 luglio 2022. L’Autore ringrazia Allegra Canepa e Francesco Saverio Porcelli per la lettura critica di una prima bozza del lavoro, dichiara altresì che le tesi presentate, e gli eventuali errori, sono di sua esclusiva responsabilità.

*safeguard against the risks that the rapid expansion of 'crypto activities' can create to the financial system.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Un fenomeno all'attenzione delle autorità di settore. - 3. Caratteri della finanza decentrata. - 4. Problematica giuridica delle cripto-attività: profili di analisi - 5. *Segue:* contro la loro riconducibilità alla 'moneta privata'. - 6. L'orientamento del regolatore europeo: le proposte MICAR ... - 7. *Segue:* ... e DORA. - 8. *Segue:* ... profili disciplinari ed opportunità per lo sviluppo dell'economia digitale. - 9. Le cripto valute tra incertezza operativa e tutela di esigenza dell'investitore. - 10. Per una ipotesi negoziale di natura *aleatoria*. - 11. Il ruolo delle 'piattaforme' nel quadro sistemico delle cripto-attività. - 12. *Segue:* possibili interazioni con la disciplina bancaria e finanziaria. - 13. Conclusioni.

1. In un recente convegno, promosso dall'Associazione Guido Carli, la tematica oggetto dell'incontro odierno è stata analizzata prevalentemente in un'angolazione tecnico economica, lasciando peraltro aperte significative questioni riguardanti l'inquadramento giuridico delle problematiche discusse in detta sede. Da qui la espressa richiesta rivolta dal Prof. Paolo Savona agli studiosi di diritto dell'economia di partecipare attivamente alla chiarificazione di una materia che sembra destinata ad assumere rilievo crescente nella definizione del rapporto tra 'finanza e tecnologia', da alcuni anni al centro del dibattito culturale e delle verifiche di mercato.

La proposizione di un'indagine siffatta, al di là dell'intrinseco interesse scientifico che la stessa denota, deve spingere il giurista verso *nuove frontiere* che consentano di interpretare gli esiti più recenti della relazione tra fatto e norma, storia e realtà. Si è in presenza di un invito ad affrontare percorsi nei quali non sono d'aiuto l'esistenza di una consolidata giurisprudenza e l'affermazione di un convergente orientamento dottrinale.

La ricerca di una 'corretta via', pur dovendo prescindere dalle logiche della 'dommatica giuridica' (che spesso conducono ad astratte costruzioni formali) - a fronte di un fenomeno sostanzialmente nuovo e pervaso da una tecnicità di non

facile lettura - finisce spesso col rifluire in schemi concettuali preesistenti ai quali si fa ricorso nel tentativo di inquadrare una materia i cui risvolti si prestano ad ipotesi interpretative che possono, tuttavia, risultare fuorvianti. Necessita pertanto, procedere nella consapevolezza di dover affrontare un cammino irto di difficoltà, che può sfociare in costruzioni inadeguate!

Conseguentemente, nel tentativo di far chiarezza sul procedimento giuridico che è a base della acquisizione e del trasferimento di 'cripto attività', sul piano metodologico, appare idoneo criterio d'indagine aver riguardo ad una visione pragmatica del dato fenomenico in osservazione e, in assenza di puntuali indicazioni normative, far riferimento alla conformazione del mercato sul quale impattano i suoi effetti; ciò avvalendosi degli esiti della ricerca relativi ai temi classici del diritto pubblico e privato.

In altri termini, va tenuto di mira l'obiettivo di contribuire al disegno di un diritto moderno che, pur restando ancorato alla *cultura delle regole*, non intende rinunciare al nuovo, per cui propone una rivisitazione 'in chiave innominata' di alcuni rapporti negoziali tipici. Da qui la rivisitazione della 'causa' e della funzione delle nuove forme operative che ci occupano, da eseguire in modalità orientate vuoi alla individuazione dei particolari interessi sottesi alla realtà fattuale in esame, vuoi alla specificità dell'*iter* contrattuale (che segna l'incontro tra il fruitore di servizi finanziari ad alta definizione tecnologica e gli apparati meccanicistici che ne consentono l'attivazione).

Le indagini sulla possibile qualificazione giuridica ascrivibile alle 'cripto attività', fino ad oggi condotte dalla dottrina e dalla giurisprudenza, non conferiscono un apporto significativo alla chiarificazione della natura ascrivibile alle medesime, sicché permangono ampie perplessità in ordine alla soluzione dei variegati aspetti della problematica ad esse sottesa. In particolare, si riscontra un orientamento ondivago tra alcune analisi che riconducono le 'cripto attività' ai *prodotti finanziari* ed altre che ne inquadrano l'essenza come *beni immateriali*. La stessa terminologia usata *in subjecta materia* denota una peculiare evoluzione nell'uso indifferenziato di una

pluralità di termini, con la conseguenza di mostrare crescenti ambiguità, cui peraltro non recano rimedio taluni interventi regolamentari nei quali - facendosi riferimento all'utilizzo in ambito finanziario di strumenti incentrati su tecniche automatizzate - non sono fornite specificazioni in ordine alla funzionalità del sistema sottostante e, dunque, all'incidenza di quest'ultimo sul fondamento causale che ne contraddistingue la *ratio*.

Quel che emerge da siffatte analisi è l'incertezza, che in tale forma operativa prevale, relativa ai risultati dell'attività negoziale posta in essere dalle parti. Ed invece, si addivene spesso al convincimento che queste ultime nell'aderire alle promozioni rinvenibili sul mercato sono mosse, il più delle volte, da intenti speculativi e, dunque, dal desiderio di sperimentare siffatta innovativa formula di gioco/scommessa. In presenza di siffatta realtà il senso di responsabilità che guida le autorità di settore, in assenza di una specifica regolamentazione della materia, identifica forse l'unico baluardo di fronte ai rischi che la progressiva espansione delle 'cripto attività' può causare all'ordinamento finanziario. Si deve, infatti, ai vertici di quest'ultimo *l'input* a realizzare studi specialistici e ad incrementare il sistema disciplinare vigente al fine di fare chiarezza e dissipare le perplessità poste dalla complessità di tali forme operative.

Volendo, quindi, procedere ad esame del fenomeno in parola, per evidenziare i profili giuridici che lo caratterizzano, va detto che a monte di qualsivoglia analisi definitoria si pongono alcune questioni di ordine tecnico: *a)* la comparazione con la moneta legale ovvero con gli innovativi schemi informatici nei quali potrà trovare compendio l'«euro digitale» (oggi all'attenzione della BCE intenzionata a dar vita a tale moneta elettronica); *b)* la identificazione della incidenza degli elementi strutturali della finanza decentrata sugli esiti giuridici di un *agere* che, per la sue caratteristiche, sembra porsi in termini competitivi con l'attività degli intermediari abilitati.

Con riguardo al primo aspetto d'indagine, va tenuto presente che la esclusione della possibilità di assimilare le 'cripto valute' alla moneta, come si preciserà meglio in seguito, identifica una posizione ormai dominante nella dottrina economica e

giuridica; donde l'orientamento a circoscriverne la funzione in un contesto negoziale tipicamente proprio dei rapporti di acquisizione e trasferimento di beni immateriali o prodotti finanziari. Conseguenza l'esigenza di accertare le modalità tecniche con cui avviene lo scambio di tali strumenti al fine di pervenire a risultati utili nella valutazione degli elementi che consentono una corretta qualificazione degli stessi.

L'indagine al fine di specificare le modalità in cui avviene il contatto tra gli utenti ed i meccanismi della finanza decentrata, in assenza di puntuali prescrizioni normative, va orientata alla individuazione del carattere atipico ascrivibile alla relazione contrattuale; pertanto, essa va incentrata sulla manifestazione di volontà a base dell'acquisto e, conseguentemente, sulle modalità di dismissione del bene immateriale oggetto di negoziazione. Ciò giustifica il tentativo, cui dianzi facevo cenno, di una ricostruzione interpretativa della fattispecie che faccia perno sulla atipicità del rapporto in osservazione, la cui connotazione deve essere ricondotta ad uno schema legale nominato, che viene assunto come riferimento per richiamarne la 'causa', sia pure riguardata in termini innovativi.

Nello specifico, la valutazione giuridica del fenomeno in esame deve essere guidata dalla profonda indeterminatezza che domina il rapporto tra l'entità del vantaggio e quella del rischio assunto; sicché, si è indotti a ravvisare, nella fattispecie, la presenza di presupposti che - in un diverso contesto sinallagmatico - consentirebbero senza esitazioni di qualificare tale contratto come aleatorio. Naturalmente, al fine di una compiuta analisi della tematica in parola è opportuno esaminare la complessa funzione delle piattaforme che rendono possibile l'utilizzo di processi decentralizzati nell'offerta e commercializzazione di servizi di pagamento e finanziari. Va da sé che la loro presenza nel mercato assume peculiare rilievo nell'attivare gli accordi che si pongono a base delle acquisizioni e transazioni di cui trattasi, ferma peraltro la proposizione di numerosi problemi, tra i quali rilevano l'attribuzione alle medesime della qualifica d'intermediari e la configurabilità di una responsabilità gestoria a carico dell'esercente di tale servizio.

A livello sistemico, l'indagine deve aver riguardo alla individuazione degli ef-

fetti di siffatte forme operative sulla struttura del mercato e, in particolare, sulle dinamiche concorrenziali tra gli operatori impegnati nel passaggio dall'analogico al digitale<sup>1</sup>. Conseguono la ricerca di nuovi equilibri, obiettivo di difficile realizzazione ove si considerino i limiti recati dagli automatismi algoritmici alle scelte degli utenti, i quali in presenza di offerte diversificate (soprattutto a livello di prezzi), disposte in un clima di sostanziale opacità, versano spesso in una situazione di disagio allorquando devono procedere ad una comparazione tra i differenti prodotti.

2. Come si è anticipato, le autorità di settore nazionali dimostrano un grande interesse per il fenomeno delle cripto-attività, offrendo un significativo contributo all'analisi che le istituzioni internazionali e gli studiosi della materia hanno da qualche tempo avviato per evitare che si determinino forme distoniche nell'utilizzo delle medesime.

Significativo, al riguardo, è un recente documento della Banca d'Italia nel quale si segnala che «una rapida e ampia diffusione di questi strumenti potrebbe compromettere la stabilità del sistema finanziario a causa dell'interdipendenza dei soggetti che vi partecipano, regolamentati e non, nonché della mancanza di controlli [...] che possono limitare gli effetti di eventi sfavorevoli»<sup>2</sup>. Risulta evidente il timore che le cripto attività, potendo generare rischi di vario genere, ove abbiano «una rapida ed ampia diffusione», presentano un'incidenza negativa sulla stabilità del sistema finanziario, stante la mancanza di un 'gestore centralizzato' e versandosi in presenza di un'attività che si svolge in un settore deregolamentato.

A ciò si aggiunga l'attenta riflessione sulle 'cripto attività' rappresentata dalla Banca d'Italia nelle *Considerazioni finali* del maggio 2022, allorché venne evidenziata la necessità di un approfondimento tematico *in subiecta materia*, da considerare improcrastinabile in vista di un intervento regolatorio<sup>3</sup>. In particolare, si sottolineò la

---

<sup>1</sup> Cfr. ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021, 115 ss.

<sup>2</sup> Cfr. *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e nelle cripto attività*, Roma, giugno 2022.

<sup>3</sup> Cfr. *Considerazioni finali*, p. 19

crescente diffusione di tali strumenti che, per le modalità di emissione e di svolgimento dei relativi scambi, si avvalgono di tecnologie contraddistinte da un'intrinseca rischiosità; orientamento a conferma del quale l'autorità ha posto l'accento sul 'ricorso a meccanismi automatizzati' accettati dagli utenti senza aver conseguito in via preventiva adeguate informazioni in ordine ai pericoli sottesi a tale forma operativa.

Di certo l'Organo di vigilanza, nel fornire detta informativa al sistema finanziario, è mosso dalla consapevolezza che in argomento non esistono ancora compiute analisi classificatorie in grado di consentire un'adeguata collocazione delle criptoattività nel quadro degli 'strumenti finanziari', i quali - com'è noto - hanno avuto pieno riconoscimento dal nostro legislatore. In tale premessa, l'autorità tiene a sottolineare la loro esclusione dal perimetro delle forme operative riconducibili nell'ambito degli interventi di supervisione di sua competenza, donde l'ovvia esposizione al rischio di coloro che li utilizzano per investimenti o per altri interventi sul mercato.

Nello stesso ordine logico si inquadra una significativa parte della relazione tenuta nel 2021 dal presidente della Consob nell'*Incontro annuale con il mercato finanziario*. Venne, infatti, nell'occasione sottolineato il «mutamento [del] funzionamento del mercato» dovuto al crescente utilizzo «degli strumenti virtuali», donde l'*input* alla «nascita di "piattaforme tecnologiche" che consentono modalità di accesso ai servizi di pagamento e di negoziazione in titoli più rapide e meno costose rispetto a quelle offerte dalle banche e dagli altri intermediari»<sup>4</sup>. Viene, in tal modo, segnato l'*incipit* di un necessario programma regolatorio finalizzato ad un ordinato sviluppo del fenomeno in parola; ad esso verrà, in seguito, dedicata particolare cura dai vertici della Consob, rappresentando che un'ipotesi disciplinare non può prescindere dalla definizione di *standard* operativi cui devono conformarsi tutti i sog-

---

<sup>4</sup> Cfr. *Discorso* del Presidente Prof. Paolo Savona Roma tenuto a Roma il 14 giugno 2021, p. 10 ss.

getti coinvolti dal medesimo<sup>5</sup>.

A ben considerare, sembra che le nominate autorità abbiano pieno sentore della particolarità di tale fenomeno che si configura quale espressione di una logica *antisistema* o, più esattamente, antagonista rispetto alla configurazione di un mercato regolato secondo criteri di ordinata e prudente gestione<sup>6</sup>. Si ha riguardo, infatti, ai rischi che le cripto attività possono causare alla stabilità del settore finanziario e monetario, ribaltando i cardini dell'attuale costruzione disciplinare fondata sulla rigorosa osservanza dei precetti normativi posti a presidio della sicurezza operativa riveniente dalla trasparenza dell'*agere* e da adeguati meccanismi di controllo. In altri termini, l'individuazione di strumenti interventistici idonei a contrastare la affermazione di un sistema alternativo a quello ordinario, ma privo delle garanzie di quest'ultimo, è percepita dalle autorità come doveroso aspetto della propria funzione istituzionale; da qui l'esigenza manifestata, in più occasioni, da parte di queste ultime di estendere i propri compiti anche alla vigilanza sulle fattispecie negoziali che danno contenuto al fenomeno in esame.

Si ripropone in termini nuovi lo scenario da tempo all'attenzione dei giuristi interessati all'analisi dell'incidenza della cibernetica e del digitale sullo svolgimento dei rapporti negoziali, il cui orizzonte si apre alla fruizione di innovativi modelli di conoscenza<sup>7</sup>. Conseguentemente l'indagine potrà avvalersi degli studi realizzati in passato, allorché venne sottolineata l'intrinseca capacità della tecnologia di interagire sul governo della realtà fattuale; donde la sua incidenza sull'ordine giuridico del mercato attraverso la modifica della struttura del normale *modus procedendi* di

---

<sup>5</sup> Cfr. Ciclo di incontri "*Fintech InnovAction - Virtual Workshops on Cryptocurrencies*", organizzato dallo Studio Legale Dentons e dalla Associazione Guido Carli, 2021 – 2022.

<sup>6</sup> Cfr. LEMMA, *The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2022, par. 2, ove l'A. si sofferma sulla tendenza di taluni operatori verso la fuga dalla sovranità e, in particolare, sul riscontro di *movimenti* che si propongono di introdurre monete non aventi corso legale nei mercati finanziari.

<sup>7</sup> Cfr. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, Prefazione a AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza, regole*, Bologna, 2019, p. XIII ss., il quale sottolinea come, a seguito della rivoluzione digitale, «il diritto ha dovuto rincorrere le scoperte scientifiche... per poter compiere le scelte più opportune».

quest'ultimo, attuata nel riferimento alla specificità del mondo virtuale<sup>8</sup>.

Su un piano generale è evidente come l'autorità pubblica sia chiamata a valutare questioni variegata riconducibili al fatto che si versa in presenza di una forma operativa sottratta, fino ad oggi, all'obbligo di una specifica licenza e, quindi, svolta al di fuori degli ordinari canali della concorrenza controllata. La necessità di pervenire, in tempi brevi, ad efficaci soluzioni regolamentari conferisce peculiare vettorialità all'azione da porre in essere; quest'ultima - muovendo dall'accertamento delle forme tecniche utilizzate nello svolgimento dell'attività legata alla emissione ed alla circolazione delle cripto valute - deve aver riguardo alla funzione economica degli strumenti in esame, valutando nello specifico se sussistono i presupposti di eventuali turbative all'ordine del mercato.

Significativa, in tale contesto, appare altresì la verifica dell'incidenza degli apparati tecnologici sui processi decisionali sottesi alle negoziazioni di cui trattasi; tale verifica aiuta, infatti, a far chiarezza sul possibile inquadramento giuridico della relazione che si instaura tra l'utente ed il meccanismo automatizzato che consente la formazione e l'uso delle cripto attività. Da qui la possibilità di configurare ipotesi classificatorie che si richiamano alle indicazioni codicistiche relative a talune specifiche tipologie contrattuali.

Va da sé che le menzionate istituzioni nazionali di controllo dovranno monitorare l'andamento dei mercati anche nel riferimento allo sviluppo *extra* UE del fenomeno, all'uopo raccordandosi con le realtà di altri Stati; ciò procedendo, se del caso, alla definizione degli ambiti territoriali entro i quali contenere la dimensione del fenomeno. Non sfugge, invero, all'osservatore che una crescita delle cripto valute espansa a livello mondiale comporta ulteriori problemi, *in primis* legati all'aumento degli arbitraggi internazionali; da qui l'opportunità di addivenire alla proposizione di una linea operativa che ne consenta l'incremento sulla base di ac-

---

<sup>8</sup> Al riguardo si veda, tra gli altri, il noto lavoro di FROSSINI, *Cibernetica: diritto e società*, Roma-Ivrea, 1968, studio nel quale si affronta il problema riguardante la possibilità di applicare i procedimenti cibernetici al diritto; nonché di RODOTÀ, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, Bologna, 1973.

cordi tra i paesi interessati alla realizzazione di interventi efficaci.

3. Alla luce di tale considerazione si comprende la ragione per cui in entrambi i citati interventi delle autorità di settore si fa riferimento a strumenti eterogenei che in letteratura vengono distinti a seconda che la loro emissione avvenga a fronte di attività reali e/o finanziarie (*fully-backed stablecoins*) ovvero in modalità che non facciano riferimento a tale supporto. In particolare, rileva la circostanza che si tratta di servizi che presentano un legame con meccanismi di stabilizzazione basati su automatismi algoritmici, per cui si è in presenza di un *agere* connotato da un'elevata volatilità che espone a grandi rischi i detentori di cripto-attività; ciò con la conseguenza che detti strumenti finiscono con l'essere utilizzati in via prevalente per finalità speculative.

Confermano detta peculiarità delle forme operative in esame le relative modalità di scambio, che si svolgono senza l'intervento di fornitori di servizi e attraverso programmi informatici (*smart contracts*), resi disponibili da soggetti non sottoposti a controlli. Da qui la riferibilità al tipico *framework* modulare che connota l'ecosistema applicativo della finanza decentrata, la quale se, per un verso, comporta una significativa facilità d'accesso ed una riduzione di costi connessi all'utilizzo del prodotto, per altro è segnata dai rischi che si riscontrano nell'attività (svolta su piattaforme in *asset* digitali) realizzata in termini privi delle garanzie che si rinvergono nell'intermediazione di un soggetto abilitato.

La presenza di «meccanismi di stabilizzazione basati su regole automatiche che adeguano l'offerta alle variazioni della domanda (*algorithmic stablecoins*)» - cui fa riferimento la Banca d'Italia<sup>9</sup> - pur migliorando l'efficienza delle modalità di offerta dei servizi in parola, grazie alle «tecnologie dei registri distribuiti (*distributed ledger technologies, DLT*)», non sottraggono gli utenti al rischio cui li espone il loro coinvolgimento in siffatto contesto operativo. Ed invero, la scarsa trasparenza e la ridotta affidabilità di una attività svolta al di fuori del perimetro della regolazione,

---

<sup>9</sup> Cfr. *Considerazioni finali*, cit., loc. cit.

possono facilmente causare situazioni d'insolvenza, destinate ad espandersi all'intero settore ove non siano impedito forme di contagio. Da qui l'esigenza, rappresentata in più sedi, di predisporre approfondimenti volti ad evidenziare la pericolosità sottesa all'utilizzo di cripto-attività e, dunque, alla riduzione dei rischi per gli investitori che di frequente, a causa di una limitata conoscenza di tali strumenti finanziari, diventano vittime della insana cupidigia da cui sono mossi<sup>10</sup>.

La dottrina economica negli ultimi tempi - grazie anche all'*input* all'analisi dato da Paolo Savona<sup>11</sup> - ha sottoposto ad attento esame la tematica in parola. È stato recato un significativo contributo alla chiarificazione dei problemi posti da una specificità operativa che si contraddistingue per essere strettamente connessa alla *Innovation Technology* e, dunque, per la rilevanza ascrivibile al «calcolo delle probabilità» ed all'utilizzo degli «algoritmi» nella identificazione dei suoi dati caratterizzanti; ciò senza pervenire, tuttavia, a risultati soddisfacenti nella ricerca di soluzioni adeguate.

In particolare, rilevano le indicazioni, rinvenibili negli studi che rappresentano le ipotizzabili criticità rivenienti dall'«utilizzo di tecnologie decentralizzate (*Distributed Ledger Technologies* o *DLT*) nel campo dei servizi finanziari» connesse, tra l'altro, alla tecnologia *blockchain*, notoriamente priva di un *data base* centralizzato e di un amministratore<sup>12</sup>. Vengono, quindi, evidenziati i fattori caratterizzanti della finanza decentralizzata e, in particolare, la gestione (effettuata dalle piattaforme) delle transazioni economiche che vengono strutturate in 'blocchi' collegati tra loro (*blockchain*); meccanismo automatizzato che si articola in specifici processi, la cui

---

<sup>10</sup> Cfr. tra gli altri il lavoro intitolato *Blockchain: the road to the next web revolution*, edito nel gennaio 2022 dall'*Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger* del politecnico di Milano, ove - nella *Introduzione* di Perego e Sciuto - si sottolinea che la partecipazione alla rivoluzione applicativa dei nuovi «modelli di finanziamento, di *ownership* e di *business*. . . . richiede a sviluppatori, aziende e utenti una comprensione dei meccanismi tecnologici e delle loro prospettive e capacità di adattamento e innovazione all'interno di un quadro in rapida evoluzione».

<sup>11</sup>Cfr. *Intervento* nel Seminario "*Criptovalute: dallo strumento alla tecnica*", tenuto presso la Fondazione De Gasperi, 24 maggio 2022, a conclusione del ciclo di incontri "Virtual Workshops on Cryptocurrencies" organizzato dallo Studio Legale Dentons e dalla Associazione Guido Carli.

<sup>12</sup> Cfr. in argomento MASERA, *Nuovi rischi e regolazione delle cryptovalute*, in *Bancaria*, 2022, n. 3, p. 5 ss.

funzione viene ritenuta, sul piano delle concretezze, sostitutiva di quella degli intermediari creditizi (verifica della regolarità delle operazioni *on line*)<sup>13</sup>.

Tale analisi prende in considerazione le technicalità utilizzate per la attivazione di cripto valute, la cui circolazione si avvale di reti che fanno capo agli utenti (dislocati in tutto il pianeta), i quali fruiscono di programmi che consentono di operare senza controlli da parte di autorità centrali<sup>14</sup>. Si è in presenza, infatti, di movimenti *peer to peer* attuati in forma collettiva che danno vita ad un'enorme mole di dati che si accresce quotidianamente; donde la necessità di effettuarne la gestione ricorrendo a complesse elaborazioni tecniche, tipicamente proprie del calcolo algoritmico<sup>15</sup>. Diviene, per tal via, possibile fruire di codici informatici che consentono un'appropriata valutazione delle modalità gestorie applicabili, le quali ovviamente coinvolgono tutti coloro che accedono al programma.

Tale impianto sistemico è conforme alla definizione delle 'tecnologie basate su registri distribuiti', data dall'art. 8, comma primo, c.d. decreto semplificazioni (d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, conv. nella l. 11 febbraio 2019, n. 12); in questa si ha riguardo, infatti, a «protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architettonicamente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati».

Nello specifico, come è stato rappresentato dalle autorità, il riferimento ad un *database digitale distribuito* - nel quale vengono registrate in maniera sicura le

---

<sup>13</sup> FABIO PASTUCCI, *La natura giuridica dei bitcoin*, in *Rivista della Corte dei Conti*, 2018, p. 357 ss.

<sup>14</sup> Cfr. MINENNA, *Criptovalute: perché il 2022 sarà l'anno dei regulators*, in *IlSole24Ore* del 11 ottobre 2021, ove si sottolinea il decollo a livello globale delle valute digitali, donde l'avvio di una massiccia campagna di regolamentazione dei mercati.

<sup>15</sup> Al riguardo è stato sottolineato in letteratura che il modello architettonico della rete informatica si articola in 'nodi' organizzati in forma 'paritaria', per cui possono fungere al contempo da *client* e *server* verso gli altri nodi della rete, consentendo di avviare e completare le transazioni.

Significativa sul punto è la precisazione formulata dalla CONSOB: «La criptovaluta, ove ci sia consenso tra i partecipanti alla relativa transazione, può essere scambiata in modalità *peer-to-peer* (ovvero tra due dispositivi direttamente, senza necessità di intermediari) per acquistare beni e servizi (come fosse moneta a corso legale a tutti gli effetti)»; cfr. *Criptovalute*, visionabile su <https://www.consob.it/web/investor-education/criptovalute>

transazioni che si realizzano in rete - sul piano tecnico si estrinseca, come si diceva poc'anzi, in una *catena di blocchi* (costituita dai c.d. 'nodi' che identificano i dispositivi alla medesima connessi) che si caratterizza per essere ordinata cronologicamente, nonché per il fatto di poter essere aggiornata solo col consenso dei partecipanti al sistema. Si individuano, pertanto, modalità operative che dovrebbero impedire la manipolazione dei dati i quali, una volta inseriti, vengono registrati e sono validati dagli apparecchi collegati al *network*.

Sono evidenti i profili positivi di siffatto ecosistema di applicazioni finanziarie *open source* le quali, grazie all'operatività del *network* ad esso sotteso, consentono agli utenti di mantenere il controllo dei propri *asset*, nonostante la creazione nel *continuum* di un mercato potenzialmente nuovo. A ciò si aggiunga che tali applicazioni, come si è anticipato, non necessitano di un intermediario, donde il riscontro di un'ovvia riduzione (per gli utenti) dei costi associati alla fruizione dei prodotti, cui consegue la facilitazione dell'accesso a questi ultimi anche da parte di individui a basso reddito, i quali possono così beneficiare di un'ampia gamma di servizi. Infine, va fatto presente che un sistema decentralizzato è *forse* in grado di resistere meglio ad attacchi informatici o a incidenti operativi rispetto a un sistema accentrato; ciò in quanto la sua particolare articolazione consente di tener ferma l'operatività anche quando una parte di essa cessa di funzionare<sup>16</sup>.

Tuttavia, nonostante i menzionati vantaggi, un'intrinseca opacità qualifica tale modalità dell'*agere* finanziario, per cui è ridotto al minimo il grado di fiducia che in via ordinaria è richiesto per accedere all'operatività del mercato; sicché il *favor* per siffatta strumentazione fenomenica, per certi versi, si può comprendere avendo riguardo agli 'elevati costi' ed alle 'inefficienze dell'attuale sistema dei pagamenti'. A ben considerare, talune caratteristiche dell'accesso alle cripto attività - quali

---

<sup>16</sup> Cfr. tra gli altri DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori?* in *Contratto e impresa*, 2017, no. 2, p. 637 ss; AVGOULEAS and KIAYIAS, "The Promise of Blockchain Technology for Global Securities and Derivatives Markets: The New Financial Ecosystem and the 'Holy Grail' of Systemic Risk Containment", in *Edinburgh School of Law Research Paper No. 2018/43*; PELLEGRINI, *Transparency and Circulation of Cryptocurrencies*, in *Open review of management, banking and finance*, 2021.

l'istantaneo regolamento della transazione, la possibilità di collateralizzare *asset* digitali, l'assenza di qualsivoglia forma di controllo del credito e la conseguente riferibilità a metodi di verifica crittografici -, per quanto rendano potenzialmente conveniente il ricorso a siffatte forme di finanza decentrata, aggravano il clima di incertezze che connota tale meccanismo operativo inducendo a ricercare modalità tecnico/giuridiche idonee a contenere i relativi rischi.

A ciò si aggiunga la complessità del mondo virtuale il cui orizzonte, aperto alla fruizione di innovativi modelli di conoscenza, finisce col far riferimento ad un uso generalizzato della miriade d'informazioni e di dati di natura immateriale disponibili sul mercato; donde uno scenario nel quale le cripto attività si propongono in un contesto funzionale che è, in qualche modo, alternativo a quello degli intermediari abilitati. Si delineano compiutamente le conseguenze negative - o, più esattamente, i pericoli - connesse ad un'offerta di servizi che, sul piano delle concretezze, si sovrappone a quella dei soggetti abilitati in una logica sostanzialmente competitiva, anche se - come si è detto dianzi e si puntualizzerà meglio in seguito - la loro circolazione non fruisce dei meccanismi di protezione che assistono gli strumenti finanziari tradizionali.

Da qui il convincimento che rischi di nuovo genere derivino dall'approccio cibernetico che, con crescente frequenza dagli inizi di questo millennio, viene praticato in ambito finanziario<sup>17</sup>. Si evidenzia, altresì, il pericolo di frodi e di attacchi informatici che minano l'efficienza e la capacità di competere degli operatori, ragion per cui alla diffusione di nuove tecnologie si associa la possibilità di veder compromessa la stabilità del sistema finanziario; ciò prescindendo dal timore che una diffusione eccessiva della moneta virtuale possa minare l'equilibrio di quella legale, ponendo alle autorità di vertice del settore problematiche di difficile soluzione per il contenimento degli automatismi a base della creazione di cripto *assets*. Conferma detta

---

<sup>17</sup> Significativo, al riguardo, è lo studio, tra i primi in argomento, di ALPA, *Cyber law. Problemi giuridici connessi allo sviluppo di internet*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1998, II, p. 385 SS.

ipotesi *destruens* l'andamento altalenante dei valori ascrivibile a questi ultimi; cosa che, come viene evidenziato in sede tecnica, si riscontra anche nel mercato delle *stablecoins* che "emettono valuta sulle *blockchains* a fronte di una riserva di dollari di pari valore"<sup>18</sup>, mercato che per la sua struttura dovrebbe offrire sufficienti garanzie di affidabilità.

In tale contesto, la dottrina economica e giuridica non ha trascurato di osservare che la rivoluzione indotta dalla digitalizzazione sta modificando radicalmente la nostra società e la nostra economia, creando nuove forme di coinvolgimento socio-politico e di scambio commerciale<sup>19</sup>; tali forme operative, discostandosi da quelle tradizionalmente praticate, introducono tipologie negoziali di difficile qualificazione che, ovviamente, richiedono un opportuno intervento del regolatore.

Significativa, al riguardo, è l'emanazione della direttiva n. 2016/1148 sulla *Network and Information Security* (NIS) che ha introdotto regole e misure di sicurezza armonizzate per la *cyber security* dei settori vitali dell'economia e della società, essendo mirata ad incentivare la cooperazione tra autorità nazionali per fronteggiare eventuali attacchi *cyber*<sup>20</sup>. Risulta evidente come venga avvertita, in modalità crescenti, l'esigenza di individuare i rimedi proponibili in un contesto economico finanziario sempre più connesso al fine di assicurare le condizioni necessarie ad evitare che abbiano a verificarsi pratiche operative scorrette.

---

<sup>18</sup> Cfr. MINENNA, *Valute digitali, regole e nuovi equilibri*, in *IlSole24Ore* del 10 luglio 2022.

<sup>19</sup> Cfr. P. H. ROSA, *Social acceleration: ethical and political consequences of a desynchronized highspeed society*, in *Constellations*, 1, 2003; CASCINELLI, BERNASCONI, MONACO, *Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica*, in *DirittoBancario.it*, approfondimenti, marzo 2019.

Con particolare riferimento alla materia bancaria e finanziaria, v. PANETTA, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana*, intervento all'inaugurazione del FinTech District, Comune di Milano – Ministero dell'Economia e delle Finanze, Milano, 26 settembre 2017; PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in AA.VV., *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di Capriglione, Milano, 2019, p. 351 ss

<sup>20</sup> Cfr. in argomento *ex multis* Cfr. LEMMA, *FinTech Regulation. Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, Cham (SW), 2020; CANALINI, *Il Fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, p. 299 ss; BARBAGALLO, *Intervento al Convegno Invernale 2019, "FinTech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia"*, Napoli, 8 febbraio 2019.

4. Volendo restare, in una prospettiva più strettamente giuridica, necessita soffermarsi su alcune delle questioni cui il fenomeno in parola dà vita, riassumibili - a mio avviso - nella qualificazione delle *cripto attività*, la quale deve ovviamente essere correlata alla identificazione della specificità negoziale dei rapporti di cui trattasi (dove la variegata e complessa problematica sottesa alla articolazione delle ipotesi contrattuali che si ricollegano alle forme operative che qui ci occupano).

Lo stato del dibattito dottrinale e giurisprudenziale appare, in primo luogo, incentrato sulla configurabilità di una fattispecie riconducibile nell'ambito della moneta elettronica. Ciò non tralasciando di osservare che la carenza disciplinare che oggi caratterizza la materia è causa del mancato conseguimento di certezze cognitive, donde le perplessità in ordine ad una appropriata ricostruzione giuridica della stessa coerente con l'attuale architettura della regolazione monetaria e finanziaria.

Sotto altro profilo rileva il differente orientamento sviluppatosi in sede giudiziaria, ove le cripto attività sono state inquadrare in modalità che potremmo definire contrastanti.

Significativa, al riguardo, è l'affermazione di un indirizzo che ne propone la collocazione tra le modalità di utilizzo della tecnologia informatica nei settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria: dal credito (*crowd-funding* e *peer-to-peer lending*) ai servizi di pagamento (*instant payment*), ai servizi di consulenza (*robo-advisor*)<sup>21</sup>. Le cripto valute – fondate, come si è in precedenza detto, sulla validazione decentrata delle transazioni (*blockchain* o DLT - *distributed ledger technology*) - integrano tale contesto operativo, per cui taluni giudici di merito le hanno inserite nella categoria degli strumenti finanziari<sup>22</sup>, potendo ricondursene l'essenza, secondo la giurisprudenza amministrativa, a «mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento»<sup>23</sup>. A fronte di tale indirizzo se ne rinviene un altro che configura i cripto *assets* come “beni immateriali” (per natura privi di qualsivoglia

---

<sup>21</sup> Al riguardo cfr. CONSOB, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, gennaio 2019.

<sup>22</sup> Cfr. *ex multis* Trib. Verona, Sez. II civile, 26 gennaio 2017, n. 195

<sup>23</sup> Così T.A.R. LAZIO, sec. III, 28 gennaio 2020, n. 1077.

supporto, nonché muniti del carattere di fungibilità e potenzialmente destinati a formare oggetto di diritti<sup>24</sup>).

Si individua, quindi, un divario di soluzioni che, inevitabilmente, incidono sulla possibilità di assicurare una effettiva tutela al consumatore che, in assenza di adeguato regime disciplinare, finisce con l'essere esposto alle intemperie di una realtà contraddistinta dalla 'incertezza' di un diritto condizionato dal mutevole andamento delle interpretazioni giurisprudenziali.

Va da sé che in una dimensione 'spaziale' del mercato (per usare un'espressione di Allegra Canepa), una corretta indagine sulla qualificazione giuridica delle valute virtuali non può prescindere dall'esame delle caratteristiche che connotano le piattaforme digitali, cui consegue la specificazione delle modalità d'utilizzo di queste ultime in campo finanziario<sup>25</sup>. Ed invero, la loro capacità di processare quantità rilevanti di dati mediante l'applicazione di algoritmi consente adeguate forme di interconnessione che, attraverso l'attivazione di legami tra piattaforme diverse, dà vita alla 'operatività tra architetture informatiche' necessaria alla realizzazione ed al trasferimento degli strumenti che qui ci occupano.

Di certo le piattaforme conferiscono peculiare flessibilità all'incontro tra gli utenti dei servizi finanziari, assolvendo ad una funzione indispensabile affinché tale forma di *business* sia realizzabile. Come si avrà modo di precisare in seguito, per quanto possa apparire significativo tale ruolo, va detto che esso si esaurisce in un ambito che non va al di là del tecnicismo operativo che connota l'*agere* di tali strumenti meccanicistici. Ne consegue che, sul piano concettuale, è difficile condividere l'ipotesi secondo cui le piattaforme concretizzino una sorta di «frammentazione dell'impresa intesa come soggetto che riuniva in sé le diverse fasi dalla produzione alla distribuzione»<sup>26</sup>, quasi a voler riconoscere alle medesime una soggettività in-

---

<sup>24</sup> Cfr. Trib. Firenze, Sez fallimentare, sentenza n. 18 del 21 gennaio 2019.

<sup>25</sup> Cfr. AMMANNATI - CANEPA, *Presentazione* a AA.VV., *Tech Law Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, Napoli, 2021, ove si sottolinea la «crescita pervasiva delle piattaforme digitali e del loro potere».

<sup>26</sup> Così CANEPA, *I mercanti dell'era digitale*, Torino 2020, p. 24.

termediatrice che travalica i tratti di un applicativo tecnologico coerente con la loro essenza.

Sotto un profilo di carattere generale viene, poi, in considerazione il problema della compatibilità con le fattispecie operative in osservazione della regolazione di Stati diversi da quello nazionale, ipotesi fattuale facilmente riscontrabile nella pratica (specie nell'attivazione delle piattaforme); ciò, con l'ovvia conseguenza di rendere ulteriormente incerta e rischiosa la posizione di coloro che restano imbri- gliati nelle maglie della pericolosa rete di relazioni instaurate dai meccanismi auto- matizzati che consentono la trasmissibilità dei cripto *assets*.

Da ultimo, va segnalata la problematica concernente la possibilità di ricon- durre la presente tematica nell'ambito di applicabilità della regolazione speciale bancaria/finanziaria, dovendosi in particolare aver riguardo alle disposizioni del TUB concernenti la materia della 'raccolta abusiva di risparmio', nonché a quelle del TUF relative alla sollecitazione del 'pubblico risparmio'.

5. A monte di ogni riflessione sulla materia in argomento, va chiarito che le *cripto attività* non sono in alcun modo assimilabili alla *moneta legale* in quanto al momento della loro nascita il relativo potere di acquisto è inesistente, non avendo dietro un rapporto economico di debito e credito, come è dato riscontrare in ogni altra operazione che si realizza sul mercato, ivi inclusa la creazione di moneta legale che vede debitrice un istituto pubblico di emissione. In esse detto rapporto di debito e credito si concreta solo al verificarsi dell'aspettativa che qualcuno accetti sponta- neamente lo strumento virtuale creato per poi rivenderlo ad altri al momento op- portuno.

Solo le operazioni di scambio effettuate dopo aver "minato" le *cripto attività* generano un rapporto giuridico/economico, fermo restando che la reale responsabi- lità del debitore "secondario" resta pur sempre incerta, avendo alla radice l'assenza di un debitore "primario". In tale ordine d'idee ampia parte della dottrina valutando la struttura e la funzionalità tecnica dei *bitcoin*, nonostante questi ultimi presentino

profili di similitudine con la moneta scritturale e/o elettronica, hanno ravvisato impossibile qualificarli come “valuta” (non avendo essi corso legale), né come “moneta” (non essendo in grado di assolvere compiutamente le funzioni richieste dalla teoria economica)<sup>27</sup>. Per converso, va tenuto presente l’orientamento dottrinale che, facendo leva sulla funzione sociale della moneta, ascrive primario rilievo alla volontà delle parti, libere di decidere le modalità tecniche delle proprie transazioni e, dunque, di considerare il *bitcoin* come “moneta, seppure non avente corso legale”<sup>28</sup>.

Le puntuali osservazioni contenute nella relazione della Consob per l’anno 2021 sulla creazione via computer di «moneta fiduciaria» privata evidenziano la problematicità della materia in esame, sottolineando la minaccia recata alla funzione redistributiva, propria della democrazia, ed a quella produttiva-commutativa, propria del mercato<sup>29</sup>. Entrambe risultano, infatti, alterate dalla creazione di un potere di acquisto digitalizzato, ancor più se collocato in una contabilità perfettamente decentrata. Conseguisce il richiamo, da parte della nominata autorità, alla necessità di dedicare adeguata attenzione all’analisi delle implicazioni delle monete virtuali sugli equilibri sociali; attenzione che finora ha ricevuto scarsa considerazione non essendo state adeguatamente approfondite tematiche quali il *digital divide*, la *privacy* e il diritto alla libera iniziativa privata<sup>30</sup>.

Sulla base di quanto precede è possibile dare una prima risposta al quesito relativo alla possibilità di considerare ‘moneta’ le cripto valute. Non esiterei ad escludere una possibilità siffatta.

A monte di ogni riflessione volta a rappresentare le ragioni di questo mio

---

<sup>27</sup> Cfr. CIACCI, *Pagamenti elettronici e moneta elettronica. La tutela dei consumatori in internet e nel commercio elettronico*, Tomo II, Milano, 2012, p. 539

<sup>28</sup> Cfr. PASTUCCI, *La natura giuridica del bitcoin*, cit., p. 360.

<sup>29</sup> Cfr. *Relazione per l’anno 2021*, p. 18

<sup>30</sup> Per quanto fin dall’inizio di questo millennio siano stati avviati studi volti ad evidenziare il significativo divario esistente tra coloro che hanno accesso alle tecnologie dell’informazione (cfr. tra gli altri BENTIVEGNA, *Disuguaglianze Digitali; Le nuove forme di esclusione nella società d’informazione*, Bari, 2009) si è ancora lontani dalla realizzazione di una ‘alfabetizzazione digitale’ che renda possibile una effettiva capacità di utilizzo dei *media* informatici (cfr. BANZATO, *Digital literacy. Cultura ed educazione per una società della conoscenza*, Milano, 2011).

convincimento è bene ricordare - in linea con le indicazioni più risalenti della scienza economica (e mi riferisco, tra l'altro, all'opera dell'abate Galliani della metà del XVIII secolo<sup>31</sup>) - la funzione della moneta quale misura e riserva di valore, oltre che mezzo di pagamento. Tale funzione evidenzia il ruolo assunto dalla moneta di strumento indispensabile allo svolgimento della vita sociale<sup>32</sup>. Ciò spiega la ragione per cui la dottrina giuridica ed economica hanno avvertito l'esigenza di raccordare l'interpretazione di tale realtà fenomenica al contesto storico istituzionale cui fa capo l'emissione ed al governo della moneta.

A ciò si aggiunga la puntualizzazione codicistica di cui all'art. 1277 cod. civ. secondo cui «i debiti pecuniari si estinguono con moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento e per il suo valore nominale», norma che consacra il principio secondo cui dietro un rapporto economico di debito e credito, come ogni altra simile operazione che si realizza sul mercato, deve sussistere un istituto pubblico di emissione<sup>33</sup>. Ne consegue che solo la moneta legale è in grado di adempiere ad una funzione solutoria illimitata nei pagamenti, come si evince dalla precisazione disposta del nostro legislatore nell'art. 2004 cod. civ.; disposizione che, secondo una interpretazione unanime della dottrina classica, è diretta al controllo (da parte dello Stato) della moneta e dei titoli di pagamento che, di fatto, possono sostituirsi a tale circolazione ampliandola<sup>34</sup>. Infine, è appena il caso di ricordare che, nel nostro Pae-

---

<sup>31</sup> Cfr. il noto studio intitolato *Della Moneta*, Napoli, 1780, nel quale viene proposta una 'teoria del valore' identificando i principi che si pongono a fondamento della regolazione monetaria.

<sup>32</sup> L'analisi teorica offre un variegato quadro di funzioni cui adempie la moneta: dalla intermediazione tra i centri di formazione del risparmio e quelli di impiego delle risorse alla trasformazione dei rischi e delle scadenze, al controllo di qualità dei progetti di investimento, alla gestione dei pagamenti. Cfr. per la letteratura economica i classici lavori di KEYNES, *A Treatise on Money*, London 1930; ARCELLI, *Il controllo diretto degli intermediari finanziari: una controversia scientifica in via di superamento*, in *Il giornale degli economisti*, sett.- ott. 1969; JEVONS, *money and the mechanism of exchange*, London 1978; per la letteratura giuridica v. ASCARELLI, *La moneta*, Padova, 1928; SAVONA, *La sovranità monetaria*, Roma, 1974; STAMMATI, *Moneta*, in *Enc. Dir.*, vol. XXVI, Milano, 1976; CAPRIGLIONE, *Moneta*, in *Enc. dir.*, Milano, 1999, p. 747 ss.

<sup>33</sup> Donde la conseguenza, sottolineata dalla dottrina, che le valute virtuali non possono «configurarsi come mezzo di estinzione dei debiti pecuniari ai sensi dell'art. 1277 c.c.», cfr. CAPOGNA, PERAINO, PERUGI ed altri, *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, in *Diritto mercato tecnologia*, 2015, p. 49.

<sup>34</sup> Cfr. tra gli altri ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1966, p. 112; PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, p. 67; MARTORANO, *Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli*

se, fin dagli ultimi decenni del secolo scorso in letteratura venne sottolineato lo stretto nesso esistente tra la nominata norma dell'art. 2004 cod. civ. e il disposto dell'art.141 del T.U. n. 204 del 1910 sugli *Istituti di emissione* ravvisando in tale nesso l'attestazione del privilegio statale dell'emissione di moneta<sup>35</sup>.

Per converso, appare evidente che nell'impiego di cripto moneta si assiste ad un pieno sovvertimento dei criteri testé esposti in quanto il potere d'acquisto della medesima al momento della nascita è inesistente, laddove il rapporto di debito e credito, come si è anticipato, si concretizza solo in presenza di un circuito positivo tra accettazione spontanea dello strumento virtuale e successiva cessione di quest'ultimo ad altri.

Tali considerazioni trovano riscontro nella posizione di Mario Draghi sul tema della natura del *bitcoin* che tale protagonista del mondo economico finanziario non considera una moneta per due ragioni. La prima si individua nel fatto che «il valore del bitcoin ha forti oscillazioni», mentre «un euro oggi è un euro domani e il suo valore è stabile»; la seconda nella considerazione secondo cui mentre «l'euro è sostenuto dalla Banca Centrale Europea, il dollaro dalla Federal Reserve, le valute sono sostenute dalle banche centrali dei loro governi. Nessuno lo fa con Bitcoin»<sup>36</sup>. Del resto, la definizione delle 'valute virtuali' - data dal regolatore europeo nella direttiva UE 2015/849 (IV direttiva antiriciclaggio), art. 3, punto 18 (come aggiornata dalla direttiva UE 2018/843 (V direttiva antiriciclaggio) - tiene a precisare che esse sono «una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata

---

*cambiari*, Napoli, 1979, p. 69 ss.; SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1994, pp. 86 s., 93 ss.; OPPO, voce *Titoli di credito I) In generale*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXI, Roma, 1994, p. 13; G. PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 1997, p. 23 ss.

<sup>35</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *L'emissione di buoni di acquisto e l'art. 141 del T.U. del 1910 sugli Istituti di emissione*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione*, 1975; ID, *I surrogati della moneta nella vigente normativa del T.U. 28 aprile 1910, n. 204, sugli Istituti di emissione*, in *Banca e borsa*, 1975.

<sup>36</sup> Cfr. in senso conforme l'editoriale *Draghi: bitcoin non è moneta*, visionabile su *Iusletter* del 14 febbraio 2018, nel quale si riporta la precisazione del Presidente della BCE dell'epoca secondo cui le monete virtuali «non sono denaro, né lo saranno nel prossimo futuro».

da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente», definizione poi introdotta nell'ordinamento giuridico italiano dal d.lgs. n. 90 del 2017.

Ciò posto, non può trascurarsi, tuttavia, che il tema delle criptovalute va tenuto distinto dai nuovi strumenti elettronici di pagamento verso i quali sembra orientato l'interesse di alcune banche centrali - tra cui la Riksbank di Svezia (con l'*e-krona*) e la Banca Centrale delle Bahamas (con il *sand dollar*) - le quali stanno sperimentando o effettuando ricerche sulle valute digitali o CBDC (*Central Bank Digital Currency*)<sup>37</sup>.

In tale contesto si spiega la ragione per cui i *cripto assets* sono al centro delle verifiche, a base di alcuni studi della BCE, preordinati alla valutazione del buon funzionamento del mercato; studi nei quali l'approfondimento dell'essenza delle cripto valute risulta finalizzato all'accertamento della possibilità di una loro utilizzazione da parte delle banche centrali<sup>38</sup>. Si spiega, quindi, il riferimento positivo ad essi fatto recentemente dal vice direttore generale della Banca d'Italia, Piero Cipollone, sottolineando che l'emissione di un euro digitale, «rappresenterebbe un efficace strumento di contrasto alla diffusione delle criptovalute che sono invece schemi di pagamento privati»<sup>39</sup>.

Consegue l'esigenza di accertare se la strumentazione oggetto della presente indagine possa essere assimilata all'«euro digitale»; ciò anche in vista della possibilità di dar vita ad una moneta elettronica, emessa dall'Eurosistema, che affianchi e non sostituisca la fisicità del mezzo monetario oggi in vigore, assicurando a tutti i cit-

---

<sup>37</sup> Cfr. da ultimo BCE, *Speech* di PANETTA, *Building on our strengths: the role of the public and private sectors in the digital euro ecosystem*, 29 settembre 2022, visionabile su <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220929~91a3775a2a.en.html>

<sup>38</sup> Cfr. BCE, *Publications on Central bank digital currencies (CBDC)*, visionabile su [www.ecb.europa.eu/home/search/html/central\\_bank\\_digital\\_currencies\\_cbdc.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/search/html/central_bank_digital_currencies_cbdc.en.html)

<sup>39</sup> Cfr. l'intervento svolto il 15 novembre 2021 su "Il ruolo dell'euro digitale come ancora del sistema dei pagamenti" al convegno "La digitalizzazione degli strumenti finanziari: opportunità e rischi", organizzato dalla Banca d'Italia e dall'Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito (ANSPC).

tadini dell'area euro l'accesso al contante<sup>40</sup>.

Al riguardo, si individuano significative differenze tra le cripto valute e l'oggetto di questa ipotesi costruttiva, a partire dalla presenza di un *wallet* (portafoglio) digitale, necessario solo per le prime al fine di custodire, eseguire e visualizzare le transazioni. Rileva, altresì, la circostanza che la tipologia di euro in parola, presentando un utilizzo paragonabile a quello delle banconote, assolve ad una funzione strumentale nella riduzione dei costi complessivi dei sistemi di pagamento; sicché esso denota specifica efficacia nell'evitare possibili implicazioni indesiderabili nell'adempiimento delle funzioni istituzionali della BCE. Infine, va tenuto presente che l'Eurosistema, nel caso in cui venga ufficializzata detta moneta digitale, dovrà continuare ad assicurare l'accesso al contante in tutta l'area di sua competenza, per cui la nuova moneta elettronica finirebbe unicamente con l'ampliare la gamma delle possibili scelte della modalità di pagamento, in vista di un più facile svolgimento delle attività economico finanziarie<sup>41</sup>.

6. Va, peraltro, precisato che l'orientamento espresso in più sedi dalle autorità di governo di voler cogliere le opportunità offerte dalle innovazioni tecnologiche, riguardanti in particolare l'utilizzo della moneta elettronica, non va inteso come una accondiscendenza verso la perdita di trasparenza del mercato, bensì come volontà di un suo recupero facendo uso delle strumentazioni che ne potenziano l'efficienza. Ciò trova conferma nel menzionato atteggiamento assunto da Draghi nei confronti del *bitcoin*; infatti egli - nonostante si sia dichiarato «molto interessato» alla tecnologia *blockchain*, definita «promettente» in quanto permette di fare «più velocemente» alcuni processi -, come ho dianzi detto, ha mostrato perplessità in ordine all'uso di tale criptovaluta suggerendo cautela al riguardo. Se ne deduce un tacito convincimento che la medesima potrà in futuro sostenere l'economia e creare

---

<sup>40</sup> Cfr. BCE, *Un euro digitale*, visionabile su <https://www.ecb.europa.eu/paym/digitaleuro/html/index.it.html>

<sup>41</sup> Cfr. BCE, *Rapporto su un euro digitale*, visionabile su [https://www.ecb.europa.eu/paym/digital\\_euro/report/html/index.it.html](https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/report/html/index.it.html)

«molti benefici», ferma restando l'esigenza di fare ancora adeguati approfondimenti, che appaiono tutt'altro che semplici<sup>42</sup>.

Anche il legislatore dell'Unione Europea sembra orientato a superare le proprie esitazioni in ordine alla necessità di regolamentare il mercato delle criptoattività, gli studi programmati dalla BCE sopra menzionati s'inquadrano in tale contesto ideologico; lo strumento normativo prescelto per addivenire ad una definitiva soluzione di tale problematica, grazie al suo intrinseco carattere di immediatezza, testimonia in modo inequivoco l'intento far chiarezza *in subiecta materia*.

In particolare, viene in considerazione il raggiunto accordo sulla proposta di regolamento MICAR relativa ai mercati delle cripto attività, varata il 5 ottobre 2022<sup>43</sup>; provvedimento collegato ad un'altra proposta "satellite", volta ad introdurre alcuni aggiustamenti alle regole esistenti in materia di infrastrutture di mercato<sup>44</sup>.

Al fine di procedere ad un'attenta lettura di tale provvedimento è opportuno sgombrare il campo d'indagine dai possibili equivoci interpretativi che possono indurre ad un'errata lettura del complesso disciplinare che la Commissione Europea ha destinato ad implementare la c.d. *digital finance strategy*. Necessita premettere che si è in presenza di una normativa mirata ad introdurre rimedi a favore di utenti di criptovalute i quali non possono rivolgersi alle autorità in caso di frode, attacco informatico o perdita accidentale di fondi. Come è stato evidenziato, in sede di individuazione dei relativi contenuti disciplinari, la proposta di Regolamento MiCAR «intende introdurre norme uniformi direttamente applicabili agli emittenti di cryptoasset e ai prestatori di servizi su *cryptoasset*, che prevalgono su quelle nazionali» in tema di trasparenza e obblighi di *disclosure*, autorizzazione e vigilanza, gestione, or-

---

<sup>42</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Draghi studia la blockchain e sul bitcoin dice: non è la Bce a dover scrivere le regole*, pubblicato da IlSole24Ore del 13 febbraio 2018.

<sup>43</sup> In essa si fa riferimento alle Direttive nn. 2006/43/EC, 18 2009/66/EC, 19 2009/138/EC, 20 2011/61/EC, 21 EU/2013/36, 22 2014/65/EU, 23 (EU) 2015/2366, 24 (EU) 2016/2341 25 del Parlamento europeo e del Consiglio menzionate nella Proposta n. 2020/0268 (COD); cfr. per tutti LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in Crypto-assets (MiCA)*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2020, p. 851 ss.

<sup>44</sup> Cfr. COM/2020/594 final, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*.

ganizzazione e governance degli emittenti di *asset-referenced token*, protezione dei consumatori, prevenzione di *market abuse* per assicurare gli scambi di *cryptoasset* su una piattaforma di *trading*<sup>45</sup>.

Ciò spiega la ragione per cui la proposta di regolamento in esame affronta detta problematica sottoponendo gli scambi di criptovalute (definiti "servizi") a *standard* di protezione dei consumatori, per tutelarli da attacchi informatici e malfunzionamenti, che di sovente caratterizzano dette forme operative. Non può trascurarsi di osservare, tuttavia, che il regolamento lascia irrisolti alcuni rischi specifici, come - ad esempio - si riscontra nel caso in cui , pur rendendo gli *exchange* di criptovalute responsabili della perdita di beni (a causa di frode, negligenza, ecc.), non estende il requisito della assicurazione obbligatoria a questi casi o alla perdita accidentale.

Come è stato acutamente osservato da un attento studioso, con la proposta MiCA si aprono «le danze per la discussione finalizzata a raggiungere un accordo politico su questo nuovo provvedimento, che potrebbe condurre l'Unione Europea a dotarsi di proprie regole sul mercato delle cripto-attività, forse anche in anticipo rispetto ad altri sistemi, tra i quali gli Stati Uniti»<sup>46</sup>. Se ne deduce che, in prospettiva, la tematica in parola appare destinata a segnare una svolta nelle strategie disciplinari della Commissione la quale, come viene sottolineato nei "motivi della proposta", ha inteso "garantire che il quadro normativo dell'UE in materia di servizi [...] sia favorevole all'innovazione e non ostacoli l'applicazione delle nuove tecnologie"<sup>47</sup>. Da qui l'evidente consapevolezza che le cripto-attività sono una significativa espressione della applicazione tecnologica in ambito finanziario, donde la necessità di esaminarne le opportunità e le sfide, sì da predisporre condizioni adeguate alla creazione

---

<sup>45</sup> Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, VI Commissione permanente (Finanze), *Audizione* della CONSOB Commissario Paolo Ciocca, 8 giugno 2021, p. 3.

<sup>46</sup> Cfr. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *dirittobancario.it*

<sup>47</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 COM (2020) 593 final*, p. 1.

di un mercato europeo delle attività digitali, muovendo dall'esigenza di far «certezza»<sup>48</sup>, evitando i rischi di una 'confusione concettuale' tra fenomeni «equivalenti [...] sul piano definitorio [...] ma [che] sul piano giuridico e [...] delle loro funzioni [...] presentano caratteristiche proprie, che richiedono di distinguerne origine, natura, struttura e finalità»<sup>49</sup>. In linea con tale criterio ordinatorio «per evitare sovrapposizioni con la normativa aggiornata antiriciclaggio (AML), che ora si applicherà anche alle cripto-attività, il regolamento MICAR non duplica le disposizioni antiriciclaggio contenute nelle norme sul trasferimento di fondi recentemente aggiornate e convenute» nel giugno 2022<sup>50</sup>.

Ciò posto, può dirsi che sul piano sistematico la MICAR si inserisce nel quadro degli interventi politici attivati dall'Unione al fine di cogliere tutti i possibili vantaggi del 'digitale' (*considerando* n. 2 della Proposta di Regolamento in esame), cui l'UE dedica particolare attenzione.<sup>51</sup> Quel che muove il legislatore è l'intento di indurre «gli utenti ad aver fiducia in tali attività» per non ostacolare «lo sviluppo di un mercato delle cripto-attività», con conseguente «perdita di opportunità in termini di servizi digitali innovativi, strumenti di pagamento alternativi o nuove fonti di finanziamento per le imprese dell'Unione» (*considerando* n. 4 della Proposta di Regolamento in esame). Non può trascurarsi di considerare, tuttavia, che di fondo emerge l'intento di limitare all'interno dell'Unione l'uso di tali strumenti, nonché dei servizi correlati a tale tipologia di cripto attività, volendosi evitare che il raggiungimento di una dimensione mondiale possa creare rischi superiori ai vantaggi da essi offerti.

In tale contesto si collocano le esortazioni della Commissione all'Autorità

---

48 Cfr. Contesto della proposta della COMMISSIONE EUROPEA, citata alla nota n. 47, nel quale è indicato quanto segue: «La presente proposta, che riguarda le cripto-attività che non rientrano nella vigente legislazione dell'UE in materia di servizi finanziari nonché i token di moneta elettronica, persegue quattro obiettivi generali e correlati. Il primo obiettivo è quello della certezza del diritto».

49 Così MINTO, lezione su ' *Le regole di diritto sostanziale e antiriciclaggio del mercato delle crypto attività*', tenuta il 7 ottobre 2022 al *Master in Regolazione delle attività dei mercati finanziari* presso la LUISS School of Law.

50 CONSIGLIO DELL'UE, *Comunicato stampa* del 30 giugno 2022 intitolato *Finanza digitale: raggiunto l'accordo sul regolamento europeo sulle cripto-attività (MiCA)*.

51 Cfr. Comunicazione della COMMISSIONE al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "*Plasmare il futuro digitale dell'Europa*" [COM(2020) 67], 19 febbraio 2020.

bancaria europea (EBA) ed all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)<sup>52</sup>. Ci si riferisce alla richiesta vuoi di un'adeguata informativa agli investitori, vuoi di un'attenta valutazione della possibilità di regolare lo svolgimento e l'espansione delle cripto attività inserendole nel quadro normativo dell'UE in materia di servizi finanziari; sollecitazioni cui è stato dato rapido riscontro dalle nominate autorità<sup>53</sup>.

Si è in presenza di una richiesta complessa che, sul piano delle concretezze, comporta l'analisi relativa alla riconducibilità delle cripto attività nell'ambito della legislazione UE, non rientrando la maggior parte di queste ultime «nell'ambito di applicazione della legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari» (*considerando* n. 3 della Proposta di Regolamento in esame). A ben considerare, un'indagine siffatta deve tener conto degli attuali limiti posti dalla regolazione all'utilizzo della strumentazione tecnica necessaria per l'esercizio di tali attività, nonché della riferibilità a forme operative di difficile classificazione (identificabili nei c.d. *utility token*, diritti garantiti sui beni o servizi dell'emittente, ovvero nei c.d. *security/financial token*, diritti connessi a un'attività sottostante, donde il nesso con gli utili futuri che da quest'ultima possono derivare)<sup>54</sup>. Da qui la difficoltà di configurare una innovativa ipotesi disciplinare estesa anche a settori differenti da quello della moneta elettronica e dei servizi di pagamento effettuati in base alla regolazione UE; si spiega pertanto l'approccio seguito di far riferimento ed utilizzare «fattispecie già note e codificate, tipicamente proprie della regolazione finanziaria, secondo un approccio *bottom-up*», obiettivo realizzato attraverso il recupero di «istituti e presidi propri della regolamentazione degli strumenti finanziari [e] del regime di responsabilità [...] tipico degli intermediari tradizionali»<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, "Piano d'azione per le tecnologie finanziarie", COM(2018) 109 final

<sup>53</sup> Cfr. ESMA, "Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets", 2019; relazione dell'EBA con parere sulle cripto-attività, 2019.

<sup>54</sup> In tale contesto s'inquadra anche la categoria di cripto-attività costituita dai c.d. *currency token*, rappresentata dai noti *bitcoin*, che comunemente sono assimilati al danaro recuperandone in parte le funzioni (mezzo di scambio, conservazione di valore, ecc.).

<sup>55</sup> Cfr. MINTO, lezione cit. nella nota n. 48.

È evidente, peraltro, l'interesse del legislatore europeo a riguardare le cripto attività nella loro più ampia accezione che trascende la mera valenza monetaria, la quale ovviamente, per le ragioni dianzi esposte, non può conseguire una sanatoria dalla sottoposizione a controllo degli strumenti in parola. Pertanto, una corretta lettura della proposta MICAR lascia chiaramente intendere che la rilevanza del fenomeno di cui trattasi ha comportato - come si è avuto modo di anticipare - l'introduzione di disposizioni volte ad impedire alterazioni dell'ordine del mercato.

In altri termini, tenuto conto del fatto che i mercati delle cripto-attività hanno peculiarità che non possono essere trascurate, l'Unione al fine di evitare possibili incidenze negative sul regolare svolgimento dei mercati dei capitali, ha voluto predisporre forme ottimali di coordinamento tra la regolazione dei medesimi e la restante legislazione UE. In tale ordine d'idee è stato opportunamente sottolineato da un'acuta studiosa che si è in presenza di un primo passo significativo per una compiuta disciplina delle cripto attività, ferma restando «la necessità di considerare adeguatamente, sia il problema della loro collocazione rispetto al quadro normativo vigente in tema di strumenti finanziari, sia le implicazioni in termini di stabilità del sistema e di politica monetaria»<sup>56</sup>.

D'altronde, orientano in tal senso alcuni significativi provvedimenti assunti in epoca antecedente all'adozione della proposta MICAR. Nello specifico, si ha riguardo alla *Risoluzione del Parlamento europeo* del 26 maggio 2016 sulle valute virtuali (n. 2016/2007, INI) nella quale si suggeriva di rendere applicabile anche a queste ultime la normativa europea in materia finanziaria. Rilevante, altresì, deve ritenersi la *Risoluzione del Parlamento europeo* del 17 maggio 2017 concernente la influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario (n. 2016/2243, INI), nella quale si invitava la Commissione Europea a monitorare il fenomeno che qui ci occupa; invito cui è stato dato seguito avviando l'*EU Blockchain Observatory and*

---

<sup>56</sup> Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Intervento* nel convegno “*La digitalizzazione degli strumenti finanziari: opportunità e rischi*”, organizzato dalla sede di Milano della Banca d'Italia (13 novembre 2021).

*Forum* (preordinato a individuare le iniziative esistenti, monitorarne gli sviluppi e puntualizzare eventuali problemi connessi).

In un ordine logico non dissimile, a livello domestico, vanno inquadrati gli interventi delle autorità di settore nazionali. Mi riferisco al provvedimento della Banca d'Italia denominato *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"* del 30 gennaio 2015 nel quale si chiarisce che l'acquisto e l'utilizzo delle valute virtuali deve considerarsi un'attività lecita, essendo le parti libere di obbligarsi e corrispondere somme non aventi corso legale. Del pari rileva il provvedimento 2 gennaio 2020 della Consob denominato *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività* (rapporto finale sull'analisi delle risposte della consultazione avviata il 19 marzo 2019) nel quale si individuano gli elementi costitutivi del fenomeno in esame in vista di un'apposita regolamentazione delle offerte di criptovalute incentrato sul ruolo delle piattaforme.

È evidente la preoccupazione delle nominate autorità nel prevenire possibili criticità causate all'ordinamento finanziario da un uso indiscriminato della moneta virtuale, donde la sentita esigenza di introdurre forme disciplinari delle cripto attività. Di ciò è conferma nel comunicato congiunto denominato *Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, con cui nel mese di aprile 2022 sono state rappresentate agli intermediari finanziari le insidie rivenienti dalle predette forme operative.

Alla luce di quanto precede è possibile addivenire ad una prima conclusione: è ormai divenuta improrogabile l'esigenza di fissare i capisaldi di una disciplina delle cripto attività, dovendo ritenersi maturi i tempi per formulare, sulla base degli studi sino ad oggi condotti *in subiecta materia*, una regolazione compiuta della forma operativa oggetto della presente analisi. La esponenziale crescita dell'utilizzo dei nominati *assets* - e, in particolare, del ricorso ai *bitcoins* - rende necessaria l'adozione di misure normative che circoscrivano l'ambito del relativo impiego; nel contempo la stretta interazione che la tematica in osservazione presenta con il processo di digitalizzazione in atto nel sistema finanziario non consente di

trascurare la ricerca di soluzioni che ricomprendano in quest'ultimo anche le cripto attività. Resta ferma l'esigenza di verificare se, in sede applicativa, le disposizioni contenute nella MICAR conseguiranno l'esito ipotizzato dalle autorità di vertice UE, potendo rivelarsi insufficienti rispetto agli obiettivi avuti di mira.

7. L'utilizzo di processi decentralizzati nell'offerta di servizi di pagamento e finanziari presenta ulteriori problematiche con riguardo all'innesto sulla struttura della *blockchain* degli «*smart contract* [...] programmi software disponibili sulla piattaforma che permettono l'esecuzione automatica di operazioni, prestazioni, scambi»<sup>57</sup>. Da qui l'esigenza di stabilire requisiti uniformi per la sicurezza delle reti e dei meccanismi informativi delle imprese, sì da garantire di poter resistere e reagire ai variegati tipi di perturbazioni e minacce che possono insorgere nelle tecnologie della comunicazione. È questo il contesto logico sistematico nel quale si colloca un'altra novità del panorama normativo che connota la materia in esame: ci si riferisce alla proposta di Regolamento DORA (*Digital Resilience Operational Act*) che segna l'inizio di un percorso dell'UE nella direzione della c.d. Resilienza Operativa Digitale.

L'obiettivo perseguito dalla Commissione con detto regolamento è, per certi versi, complanare a quella avuto di mira con il MICAR, in quanto esso è finalizzato ad assicurare la adeguatezza della normativa UE in materia di servizi finanziari alla realtà digitale e, dunque, alla applicazione delle technicalità proprie del digitale; nello specifico la strategia disciplinare adottata appare finalizzata a stimolare l'innovazione e la concorrenza tra i fornitori di servizi finanziari, nel riferimento ad una visione unitaria del relativo mercato. Per converso, a livello sistemico generale, la Proposta DORA appare preordinata a garantire la coerenza di quest'ultimo con la recente emanazione del *Digital Markets Act* e del *Digital Service Act*, pilastri portanti

---

<sup>57</sup> Cfr. così CIPOLLONE, *Intervento* alla 'Conference on Digital Platforms and Global Law', visionabile su [www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/CIPOLLONE\\_29\\_aprile\\_2022.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/CIPOLLONE_29_aprile_2022.pdf)

della normativa europea definita negli ultimi tempi, dando spazio ad un progressivo ampliamento dello scambio di dati ed alla promozione della c.d. “*open finance*”<sup>58</sup>.

La proposta di Regolamento in parola si propone, quindi di contribuire alla costituzione di un assetto normativo che consenta di superare le criticità di un panorama legislativo caratterizzato da requisiti di resilienza operativa «non [...] coerenti [...] (emersi) in esito alla consultazione avviata sul tema dalla Commissione europea (aprile 2020)»<sup>59</sup>. Da qui l'intento di ridurre i rischi derivanti dalle innovative forme di interconnessione tra gli operatori finanziari, adottando una tecnica unitaria in ambito UE di promozione della resilienza operativa digitale; ciò vuoi attraverso il miglioramento della gestione dei rischi ICT (correlati all'utilizzo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione) da parte delle entità finanziarie, vuoi potenziando la capacità interventistica *in subiecta materia* della autorità di settore. In definitiva, si è proceduto alla istituzione di «un meccanismo coerente di segnalazione degli incidenti, per contribuire a ridurre gli oneri amministrativi per le entità finanziarie e a rafforzare l'efficacia della vigilanza»<sup>60</sup>.

Naturalmente, in linea con i principi ordinatori seguiti dal regolatore europeo, le previsioni disciplinari di cui trattasi riflettono la logica della proporzionalità e della sussidiarietà, quali criteri fondati di una sistematica normativa ‘speciale’ che si vuole estendere a ricomprendere anche i *cripto assets*. Ed invero, se in base al primo di essi si addivene ad una puntuale valutazione della rischiosità delle nuove forme operative, il secondo consente una compiuta e coerente definizione dell'attività quali/quantitativa che deve essere predisposta dalle autorità competenti a verificare la validità dei rimedi adottati dalle entità finanziarie per porre resistenza alle criticità indotte dal fenomeno che qui ci occupa.

Nel presente contesto storico, contraddistinto da un crescente ampliamento

---

<sup>58</sup> Tali leggi compongono nel loro insieme il *Digital Services Package* (che entrerà in vigore nel 2023) destinato a garantire una concorrenza leale nei mercati delle piattaforme, aprendo ad una nuova cultura della prevenzione dei rischi sistemici.

<sup>59</sup> Cfr. *Audizione* del Commissario CONSOB Paolo Ciocca cit., p. 12.

<sup>60</sup> Cfr. *Audizione* del Commissario CONSOB Paolo Ciocca cit., loc. cit.

dei meccanismi cybernetici, la sicurezza delle entità finanziarie è divenuta un'esigenza primaria; ciò spiega la ricerca di tutti i possibili fattori in grado di minarne lo sviluppo, per cui si assiste a livello di settore al «consolidamento di una realtà predittiva, basata su una conoscenza approfondita e olistica delle minacce e agenti o attori di minaccia»<sup>61</sup>. A ciò si aggiunga la considerazione prospettata in letteratura secondo cui «la digitalizzazione della finanza ha aumentato la velocità e il volume delle transazioni, con ovvi effetti sulla relazione esistente tra attività creditizia, servizi di pagamento e dinamiche monetarie»<sup>62</sup>. Tale assunto aiuta a comprendere l'esigenza avvertita dai vertici UE di prevenire possibili forme di instabilità finanziaria connesse all'utilizzo delle innovative tecnologie della comunicazione (ICT).

In tale contesto risulta chiara la *ratio* e le finalità che orientano la DORA preordinata, come si è anticipato, alla realizzazione di un'analisi, necessariamente dinamica, dei rischi che possono verificarsi nello scenario sopra descritto; ad essa, infatti, deve conseguire la verifica delle contromisure (adottate a livello sistemico) per eliminare o contenere gli effetti negativi che minacciano (*rectius*: impediscono) un equilibrato svolgimento dei modelli operativi che si rifanno all'innovazione tecnologica<sup>63</sup>. Trattasi di un obiettivo correlato all'esigenza di far fronte alla complessità delle infrastrutture DLT che connotano il mercato delle cripto attività; significativa, al riguardo, deve ritenersi la tesi secondo cui la normativa tiene conto del fatto che detti rischi derivano dalla dipendenza dell'informazione dalla crittografia e dalla tecnologia e riflettono la complessità dei protocolli e delle infrastrutture relative alla comunicazione<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> Cfr. ISPI, *DORA: nuove regole europee per la sicurezza digitale*, visionabile su [www.ispionline.it/it/pubblicazione/dora-nuove-regole-europee-la-sicurezza-digitale-35539](http://www.ispionline.it/it/pubblicazione/dora-nuove-regole-europee-la-sicurezza-digitale-35539)

<sup>62</sup> Cfr. LEMMA, *Quali controlli per le valute virtuali?*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Terzo Suppl. al n. 1, 2022, p. 69.

<sup>63</sup> Cfr. BENANTI - DARNIS - SCIARRONE ALIBRANDI, *Per una resilienza con la tecnologia. Appunti per il post Covid-19*, in AA.VV., *Pandemia e resilienza*, 2020, p. 113 ss.

<sup>64</sup> cfr. HOUBEN - SNYERS, *Cryptocurrencies and blockchain. Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion*, in *European Parliament - Policy Department*

È evidente come, a seguito della proposta normativa offerta dal regolamento DORA, il principio cardine della 'prevenzione' che, com'è noto, identifica uno dei pilastri portanti della disciplina UE in materia finanziaria assume una valenza più ampia rispetto al passato, allorché esauriva il suo ruolo nella mera proposizione di forme operative legate all'osservanza di parametri che consentono la conservazione di un equilibrio relazionale all'interno del mercato finanziario. Ed invero, il legislatore europeo nella DORA ha voluto correlare la funzione guida del menzionato principio di 'prevenzione' ad una logica ordinatoria che non si limita alla definizione di un razionale schema operativo in grado di evitare i rischi connessi all'esistenza di modelli classici. Oggi l'attenzione al nuovo si traduce nella consapevolezza di dover estendere detta funzione a ricomprendere anche l'adozione di misure volte a evitare le minacce (*rectius*: i rischi) che possono derivare da schemi dell'*agere* finanziario dinamicamente protesi ad un rinnovamento continuo.

In altri termini, si è in presenza di una rivisitazione dell'impianto operativo delle entità finanziarie le quali, in prospettiva, sono tenute a conformarsi al 'mantra' della *sostenibilità*, da intendersi come valore ampiamente condiviso, declinato in molteplici modalità che convergono verso l'unitario scopo di sistematizzare gli esiti di una cultura incentrata sulla 'responsabilità'<sup>65</sup>. Nello specifico, l'adesione ad un orientamento siffatto agisce da catalizzatore nella definizione di una struttura organizzativa multiforme, nella quale - tra l'altro - trova affermazione la tendenza ad attivare specifiche difese avverso i pericoli rivenienti dal processo evolutivo che connota i meccanismi che si fondano sull'intelligenza artificiale.

È pertanto evidente come il successo del regolamento DORA è legato alla capacità degli appartenenti al settore finanziario di vincere le sfide poste dal medesimo; di certo la strada da percorrere è tutta in salita, stante la mancanza di

---

*for Economic, Scientific and Quality of Life Policies - Directorate-General for Internal Policies*, 2018.

<sup>65</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Primo Suppl. al n. 1, 2022, p. 29.

una tassonomia condivisa per l'identificazione dei rischi che si vogliono contrastare, cui consegue la difficile realizzazione di una *intelligence* strategica adeguata al conseguimento dei contenuti del concetto di resilienza avuto di mira dal legislatore.

8. Sulla base di quanto precede può dirsi che i provvedimenti normativi richiamati nei precedenti paragrafi sono coerenti con la finalità di creare una "Unione dei mercati dei capitali", come testualmente viene precisato nei 'motivi e obiettivi' della *relazione* della MICAR, sottolineando che «il pacchetto comprende [...] una proposta di regolamento per la creazione di mercati delle cripto-attività , una proposta relativa alla resilienza operativa digitale e una proposta volta a chiarire o a modificare determinate norme dell'UE in materia di servizi finanziari»<sup>66</sup>.

In particolare, rileva l'obiettivo di stabilire norme chiare per l'uso delle cripto-attività, in linea con la strategia di consentire anche alle PMI l'utilizzazione di queste ultime, dialogando direttamente con gli investitori<sup>67</sup>; obiettivo che emerge dalle opzioni strategiche seguite nella definizione del quadro per lo sviluppo delle cripto-attività (non disciplinate dalla vigente legislazione dell'UE in materia di servizi finanziari). Significativa, al riguardo, è poi la predisposizione di un passaporto europeo per gli emittenti e i fornitori di servizi che scelgono di aderire al regime UE, nonché di un regime disciplinare volto a fronteggiare i rischi posti dagli *stablecoin*, sì da risolvere le vulnerabilità recate da questi ultimi alla stabilità finanziaria; con riferimento a questi ultimi è il caso di ricordare che essi, come si è anticipato, individuano un sottoinsieme di cripto-attività dal valore stabile (essendo vincolato a un mezzo di scambio come le *commodities* o altra valuta), donde la possibilità che il loro avvento rappresenti una minaccia per la stabilità finanziaria nonostante le modeste dimensioni del mercato delle cripto attività.

---

<sup>66</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività...*, *Relazione cit.*, p. 1.

<sup>67</sup> Cfr. la *Comunicazione* della COMMISSIONE al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "*Una strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale*" [COM(2020) 203], 10 marzo 2020.

In adesione a detto intento regolatorio, la costruzione normativa risulta orientata in linea con i canoni ordinatori che connotano la materia finanziaria, passando da alcune definizioni iniziali relative all'oggetto ed all'ambito di applicazione della proposta MICAR, alla specificazione della commercializzazione e offerta al pubblico di cripto attività. Seguono puntuali indicazioni in ordine all'autorizzazione agli emittenti di *token* collegati ad attività da parte delle autorità, vuoi fissando gli obblighi ad essi imposti per un *agere* corretto e professionale, vuoi stabilendo i criteri che all'uopo l'EBA deve utilizzare. Sono poi puntualizzate la menzionata procedura di autorizzazione per l'emissione di *token* di moneta elettronica, nonché alcune specifiche regole relative ai possessori di questi ultimi. Da ultimo, si introducono divieti e obblighi per prevenire gli abusi di mercato riguardanti le cripto-attività; incombenze che si completano con l'informativa dettagliata fornita sui poteri riconosciuti alle autorità nazionali competenti, all'EBA ed all'ESMA, soggetti ai quali spetta adottare le sanzioni e le misure amministrative che si rendano necessarie per assicurare il regolare svolgimento dell'attività di cui trattasi.

Centrale in tale cointesto appare il governo degli *stablecoin* algoritmici, il cui valore è reso stabile attraverso protocolli che prevedono l'aumento o la diminuzione dell'offerta di tali cripto-attività in modalità correlate alle variazioni della domanda. Ciò tenendo conto del fatto che detto valore, per certi versi, è riconducibile a quello della moneta elettronica essendo molti *stablecoin* finalizzati a creare un "mezzo di pagamento" ovvero, nei casi in cui siano sostenuti da una riserva di attività, ad acquisire credibilità come strumento di scambio e riserva di valore essendo «tendenzialmente stabili [e] non risentendo delle dinamiche di domanda e offerta presenti sul mercato»<sup>68</sup>.

Aderendo a queste indicazioni la Banca d'Italia ha dichiarato di non volersi sottrarre alla sfida di dare impulso allo "sviluppo digitale della nostra industria fi-

---

<sup>68</sup> Cfr. l'editoriale *Cosa sono le stablecoin, i diversi tipi e come funzionano*, visionabile su [www.agendadigitale.eu/cittadinanza-digitale/pagamenti-digitali/criptovalute-non-ce-solo-il-bitcoin-cosa-sono-le-stablecoin-e-come-funzionano](http://www.agendadigitale.eu/cittadinanza-digitale/pagamenti-digitali/criptovalute-non-ce-solo-il-bitcoin-cosa-sono-le-stablecoin-e-come-funzionano).

nanziaria [...] amplia[ndo la] funzionalità e sicurezza dei pagamenti elettronici tradizionali e [...] indirizza[ndo] e fronteggia[ndo] nuovi strumenti come le cripto-attività”<sup>69</sup>. L’Organo di vigilanza nazionale mostra, quindi, di aver ben compreso l’interazione che si individua tra i tradizionali servizi di pagamento e le novità in materia recate dal digitale; donde il chiaro riferimento alla sintesi dei lavori effettuati dall’Eurosistema, i quali hanno trovato un adeguato compendio nelle proposte MICAR e DORA preordinate, come si è tentato di evidenziare, ad estendere il controllo pubblico sull’intera gamma di strumenti in cui trova esternazione la funzione di pagamento.

Tale messaggio sembra riceva pieno riscontro nelle sedi adeguate, come è dato desumere dalle parole del Procuratore Nazionale Antimafia e Antiterrorismo, Federico Cafiero de Raho, secondo cui «vanno aggrediti i sistemi che portano i soldi delle mafie all’interno del sistema legale economico», puntualizzando altresì che «le criptovalute sono [particolarmente] pericolose, quando si parla di pagamenti anonimi non tracciabili con la possibilità di rappresentare un percorso primario per impieghi illeciti, come il narcotraffico»<sup>70</sup>. Da qui la nostra giustificata proposizione dell’interrogativo in ordine alla efficacia delle misure adottate nelle nominate proposte, dovendo chiederci in particolare se la tutela del mercato, che esse perseguono, non venga travolta da un uso distorto della *blockchain*, utilizzata per trasferire ‘danaro sporco’ approfittando di un anonimato che può tradursi in opacità.

Di certo l’obbligo di registrazione per chi attiva tal genere di transazioni, unitamente al passaggio attraverso piattaforme, rappresentando un’ipotesi normativa prevista dal regolatore europeo, attenua la possibilità di rischio. Tuttavia, ciò non sminuisce, su un piano generale, la validità dell’affermazione di Salvatore Rossi, ex DG della Banca d’Italia, secondo cui le criptovalute «sono degli Ufo (*i.e.* degli oggetti

---

<sup>69</sup> Così PERAZZELLI, *L’accelerazione digitale del sistema finanziario: nuove sfide per il mercato e per le autorità*, nel webinar ‘*Open finance: il futuro del banking a portata di mano*’, Associazione CIVITA, 25 febbraio 2021, p. 5.

<sup>70</sup> Cfr. *Relazione* tenuta nel Convegno di studi “*La digitalizzazione degli strumenti finanziari: opportunità e rischi*”, organizzato dalla Banca d’Italia, in collaborazione con l’Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del credito, Roma, cit.

non identificati) speculativi, non sono delle monete»; tesi che, in base a quanto in precedenza si è detto, qui si condivide anche alla luce dell'ulteriore considerazione dal medesimo formulata: «nel mondo c'è una massa enorme di denaro a caccia di rendimenti più alti», ragion per cui in un periodo di tassi a zero «la tentazione di rivolgersi a strumenti come il Bitcoin è forte»<sup>71</sup>. È appena il caso di far presente che dette valutazioni negative in tema di cripto valute hanno ricevuto di recente un autorevole conferma da Paul Krugman il quale, richiamando le incisive parole di Lael Brainard, vicepresidente della Fed, ha precisato: «*One way to read Brainard's speech is that she was saying that the crypto crash offers an opportunity - a moment in which effective regulation has become politically possible. And she urges us to take advantage of this moment, before crypto stops being a mere casino and becomes a threat to financial stability*»<sup>72</sup>.

Concludendo sul punto, come è stato sottolineato in letteratura, le criptovalute «costituiscono forse la più travolgente espressione del Fintech», tuttavia si posizionano in perfetta antitesi rispetto al sistema formalmente monetario, nei fatti squisitamente finanziario, poiché ambiscono a crearne una replica in chiave di disintermediazione.<sup>73</sup> È questa un'osservazione pienamente condivisibile, tanto più che alle medesime è ascrivibile una 'ambivalenza di fondo' desumibile da un'acuta riflessione di un attento studioso secondo cui «se i *policy makers* si limitassero solo a dar corso ai [loro] compiti, la tutela dei diritti individuali e la resilienza finanziaria migliorerebbero, ma essi non perseguirebbero lo scopo di assicurare che le dinamiche di mercato, la circolazione della ricchezza e gli effetti redistributivi del reddito siano decisi dai consessi democratici»<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> Cfr. l'editoriale *Bitcoin: Rossi, è un Ufo speculativo, non è moneta*, visionabile su [https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/criptovalute/2018/02/12/bitcoin-rossi-e-un-ufo-speculativo-non-e-moneta\\_c7d11f9e-9129-46c4-8b79-862222e5a37f.html](https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/criptovalute/2018/02/12/bitcoin-rossi-e-un-ufo-speculativo-non-e-moneta_c7d11f9e-9129-46c4-8b79-862222e5a37f.html)

<sup>72</sup> Cfr. l'articolo intitolato *Crypto Is Crashing. Where Were the Regulators?*, pubblicato dal *The New York Times* del 11 luglio 2022.

<sup>73</sup> Cfr. l'interessante lavoro di GHIDINI E GIRINO, *Criptovalute, criptoattività, regole e concorrenza: la ricerca imperfetta di un equilibrio perfetto*, visionabile su <https://www.ghidini-associati.it/testi/financial-innovation.pdf>, p. 64

<sup>74</sup> Cfr. LEMMA, *Quali controlli per le criptovalute?*, cit., p. 82

9. Passando alla problematica dell'inquadramento giuridico delle cripto attività, in via preliminare, fatto presente che in letteratura si rinvencono indirizzi dottrinali e giurisprudenziali variegati, che rendono complessa l'opzione tra le differenti tesi prospettate in vista di una soddisfacente soluzione<sup>75</sup>. La ricerca di un razionale punto di equilibrio tra le differenti forme negoziali ipotizzabili *in subiecta materia* induce a guardare con favore la tesi che distingue le operazioni concernenti i cripto *assets* in base alla possibilità di riferirne l'essenza ai 'prodotti finanziari' ovvero ai beni immateriali che «incorporano particolari diritti»; donde «*the assessment – first – of the legal profiles of such rights and – second – of the traceability of the same to the definition of product/financial instrument contained in the European sectoral discipline (i.e. MIFID II and MIFIR)*», come sottolinea un'attenta studiosa<sup>76</sup>.

Detta tesi tiene conto di una recente giurisprudenza della Cassazione penale nella quale si rinviene una ricostruzione del quadro normativo di riferimento ai fini della classificazione delle *cripto valute*. All'uopo viene richiamata la definizione di "valuta virtuale" contenuta nel D. Lgs. n. 231 del 2007 (come modificato dal D.Lgs. n. 4 ottobre 2019, n. 125) nella quale se ne individuano le caratteristiche di «rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente». Conseguente la riferibilità all'utilizzo delle valute virtuali «come mezzi di pagamento [...] o per altri scopi [...] ad esempio come mezzo di scambio, di investimento, come prodotti di ri-

---

<sup>75</sup> Cfr. tra gli altri DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione, di prodotti finanziari complessi*, in AA.VV., *La MiFID II, Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, a cura di Troiano e Motroni, Padova, 2016, p....; BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. informazione e informatica*, 2017, p. 27. THEDEEN, RISINGER, *Crypto-assets are a threat to the climate transition*, Swedish Financial Authority, Stockholm, novembre 2021; SAVONA, *Features of an economics with cryptocurrencies*, *Lectio Magistralis* tenuta nell'Università di Cagliari, ottobre 2021; MINENNA, *Criptovalute: perchè il 2022 sarà l'anno dei regulators*, in *IlSole24Ore*, Ottobre 2021.

<sup>76</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Transparency and Circulation of Cryptocurrencies*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, settembre 2021.

serva di valore» evidenziata dalla Corte<sup>77</sup>; posizione a supporto della quale si menziona un pregresso orientamento del Supremo Collegio nel quale, per l'appunto, si sostiene che la «vendita di *bitcoin* [viene] reclamizzata come vera e propria proposta di investimento», donde la configurabilità di «un'attività soggetta agli adempimenti di cui all'art. 91 TUF»<sup>78</sup>.

In argomento fanno da guida nella qualificazione delle valute virtuali talune indicazioni, formulate in passato, della Banca d'Italia che ne ha individuato l'essenza come “rappresentazion(e) digital(e) di valore, utilizzat(a) come mezzo di scambio o detenut(a) a scopo di investimento”, per cui esse possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente<sup>79</sup>; ciò, nonostante l'avvertenza - in linea con l'abituale prudenza osservata dall'Organo di vigilanza - secondo cui tale assunto non vuole esprimere un puntuale giudizio sulla natura di tali strumenti.

Seguono le variegate ipotesi formulate in letteratura volte ora ad evidenziare l'utilizzabilità delle criptovalute come mezzo di pagamento, ora ad analizzare tale fenomeno nella prospettiva dell'investitore, attratto dagli ipotizzabili vantaggi di tale forma operativa<sup>80</sup>. A ciò si aggiunga la posizione poco chiara sulla natura giuridica delle operazioni in *Bitcoin* assunta dalla Corte di Giustizia<sup>81</sup>, la quale - come puntualmente è stato sottolineato - «si è limitata unicamente ad affermare, in modo a dir poco apodittico [...] che tali operazioni 'non ricadono nella nozione di cessione di beni', prevista dall'art. 14 della direttiva IVA 2006/112/C»<sup>82</sup>; per cui si verserebbe in presenza di un rapporto nel quale la valuta virtuale assolve alla mera finalità di un mezzo di pagamento. Da ultimo, rileva la considerazione secondo cui la valuta virtuale opera effetti solutori solo su base volontaria e, cioè, solo se viene accettata da

---

<sup>77</sup> Cfr. Cassazione penale, sez. II, 10 Novembre 2021, n. 44337

<sup>78</sup> La sentenza richiamata è Cass. pen., sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807.

<sup>79</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015.

<sup>80</sup> Cfr. IEMMA, CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, in *dirittobancario.it*, 2018.

<sup>81</sup> Cfr. Causa C-264/14, decisa con sentenza 22 ottobre 2015

<sup>82</sup> Cfr. BEFANI, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, in «*Il diritto dell'economia*», n. 3, 2019, pp. 403 ss.

un altro soggetto<sup>83</sup>.

Si è in presenza di un orientamento interpretativo destinato a generare incertezza che, peraltro, trova rispondenza nell'indirizzo della giurisprudenza di merito<sup>84</sup>; dovendosi sul punto osservare che quest'ultimo, a volte, può apparire convincente in quanto tiene conto di alcuni aspetti funzionali tipicamente propri delle cripto attività. Ci si riferisce alle fattispecie che si riscontrano allorché - sia pure in un contesto in cui si agisce per mere finalità speculative - i *cripto assets* sono acquisiti in una logica che, seguendo le indicazioni del menzionato orientamento della Corte di Cassazione, potremmo definire di natura *latu senso* d'investimento. Peraltro, a ben considerare, si è in presenza di un indirizzo che sembra criticabile ove si abbia riguardo agli indici di finanziarietà in precedenza elaborati dalla stessa Cassazione al fine di identificare la natura giuridica dei prodotti qualificati in siffatta modalità<sup>85</sup>; analisi, del resto, condivisa dalla prevalente dottrina specialistica<sup>86</sup>.

È il caso di far presente che, fin dall'inizio del millennio, il Supremo Collegio aveva puntualizzato che il prodotto finanziario, per quanto presenti «natura aperta ed atecnica», si caratterizza per essere rispondente «all'esigenza di tutela dell'investitore [dovendo, quindi, essere ricondotte] nell'ambito della disciplina di protezione dettata dal testo unico anche forme innominate di prodotti finanziari»<sup>87</sup>. Conseguenze un implicito riferimento agli elementi costitutivi della categoria, che si compendiano nell'insieme dei requisiti richiesti dal legislatore con riguardo alla 'sollecitazione del pubblico risparmio' e, più in generale, per la regolarità dei contratti d'investimento (*i.e.* impiego di capitale con aspettativa di ritorno e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento

---

<sup>83</sup> Cfr. MASSAROTTO, MAIESE, *I bitcoin e le altre valute virtuali: regime fiscale e orientamenti interpretativi in ambito comunitario e nazionale*, in *Riv. Guardia di finanza*, 421.

<sup>84</sup> Cfr. Trib. Verona, Sez. II civ., 24 gennaio 2017, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 4, 2014, pp. 471 ss con nota di PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*

<sup>85</sup> Cfr. Cass. Civ., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2736

<sup>86</sup> Cfr. per tutti CARRIERE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Rivista di diritto bancario*, 2019, p. 117 ss. ed ini riferimenti bibliografici.

<sup>87</sup> Cfr. in proposito Cass. 19 maggio 2005, n. 10598

correlato al versamento di entità di natura finanziaria).

Anche la dottrina giuridica, analizzando i diritti dell'investitore nei contratti d'intermediazione finanziaria, pone l'accento sull'esigenza di assicurare in questi ultimi il rispetto delle regole di trasparenza che consentano un'adeguata informazione sulla natura, sul rendimento e sul rischio dell'investimento proposto o richiesto dal risparmiatore. Da qui la necessità che quest'ultimo abbia una specifica conoscenza della tipologia di prodotto che intende acquisire, dovendo a lui essere consentita la possibilità di prefigurare, nei limiti della ragionevolezza, la redditività attesa ed i rischi assunti<sup>88</sup>. Tale orientamento, nel coniugare la tutela della buona fede con l'obiettivo della trasparenza, riconduce la validità del contratto agli obblighi di condotta dell'intermediario, adeguandosi alle indicazioni giurisprudenziali sulla adeguatezza delle informazioni all'attuazione degli investimenti<sup>89</sup>. Se ne deduce la centralità che *in subiecta materia* assume l'effettivo rapporto rischio/rendimento, la cui rilevanza non può essere trascurata nell'assimilazione dei valori virtuali ai prodotti finanziari, per quanto non possa prescindere, in una indagine siffatta, da margini di discrezionalità valutativa.

In tale contesto, si resta in attesa di un auspicabile intervento del legislatore che faccia chiarezza (se del caso anche in base ad *input* del regolatore europeo) sulla individuazione degli elementi che consentano un'appropriata qualificazione giuridica delle *cripto attività*. Al presente - in linea con l'alternanza definitoria ipotizzata dalla dottrina dianzi richiamata - può ritenersi verosimile che la acquisizione di moneta virtuale equivalga all'assunzione di un bene immateriale dal valore altamente aleatorio destinato a rifluire in un circuito speculativo dagli esiti incerti (nel quale tale bene, in base alle indicazioni della MICAR, per i diritti riconosciuti al relativo por-

---

<sup>88</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007, p. 241

<sup>89</sup> Sulle regole di condotta cui devono attenersi gli intermediari nel prestare i servizi d'investimento nei confronti dei risparmiatori cfr., tra gli altri, ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e responsabilità*, 2005, p. 624 ss.; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007, capitoli V e VI. Sull'importanza dell'informazione degli investitori v., tra gli altri, PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

tatore, non è riconducibile nella definizione di strumento finanziario). Ne consegue che le operazioni aventi ad oggetto *cripto attività* - alle quali è possibile ascrivere un contenuto che si qualifichi alla stregua di prodotto finanziario (dove la riferibilità ad una disciplina parallela rispetto alla MiFid II) - vanno inquadrare, avendo riguardo vuoi alla fattispecie civilistica rispondente alle caratteristiche funzionali che si evidenziano nella gestione di detti beni immateriali, vuoi alla normativa in materia di intermediazione finanziaria e, in particolare, alle regole in tema di responsabilità degli operatori del mercato.

Da ultimo, va fatto presente che ai fini testé indicati rilevano le indicazioni della Banca d'Italia secondo cui «in caso di prodotti [...] di investimento si applicano le disposizioni del T.U.F. [...] a meno che [non si versi in presenza] di un'operazione di credito al consumo», caratterizzata da uno scopo di godimento del bene<sup>90</sup>; ipotesi fattuale nella quale trovano applicazione le disposizioni in materia di trasparenza disposte dalla nominata autorità di supervisione. Se ne deduce che nell'analisi che supporta le forme operative che qui ci occupano in sede di qualificazione dell'*agere* in osservazione deve ascriversi peculiare rilievo all'aspettativa di incremento di valore del capitale impiegato.

10. Ferme le perplessità in precedenza formulate in ordine alla possibilità di inquadrare le cripto attività tra i prodotti finanziari in senso proprio, la cennata nostra propensione per la tesi che, nella fattispecie, ravvisa l'acquisizione di un bene immateriale induce a spostare l'indagine sulla identificazione della tipologia negoziale nella quale può essere ricondotta l'acquisizione di tali *asset*. Da qui il tentativo di verificare la regolazione civilistica a questi ultimi applicabile, analisi che deve essere svolta nel riferimento alle caratteristiche funzionali dei beni in parola e, in particolare, avendo riguardo alla ipotizzabile causa negoziale che connota le operazioni

---

<sup>90</sup> Cfr. *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*. Documento firmato digitalmente da Szego B., Sez. I, *Disposizioni di carattere generale*, p. 2.

di acquisto dei medesimi.

Ciò posto, è bene muovere dalle modalità di offerta delle cripto valute al di fuori dei canali istituzionali/vigilati e, dunque, dalla loro verosimile proposizione in un ambito fenomenico di *shadow banking*<sup>91</sup>, per cui - a seguito delle indicazioni delle autorità europee competenti *in subiecta materia* - esse vengono percepite come prodotti aventi livelli di rischio e speculazione altissimi, cui si correla la possibilità di alti guadagni<sup>92</sup>. In un'angolazione storica rileva la spinta propulsiva all'acquisto di tali *assets* avutasi soprattutto a seguito della forte ascesa dei loro prezzi verificatasi nel corso del 2017<sup>93</sup>; essa suscitò un grande interesse in ambito finanziario in considerazione del crescente utilizzo di siffatti strumenti anche in operazioni di aumento del capitale sociale<sup>94</sup> ovvero per «il trasferimento di fondi dalle banche tradizionali alle *crypto-exchange* attraverso bonifici transfrontalieri». <sup>95</sup>

A ben considerare, quel che muove l'interesse di coloro che si propongono come acquirenti di cripto valute è l'intento di lucrare dallo scambio automatico di questi ultimi; ciò senza dover ricorrere all'intervento di fornitori di servizi, dei quali fruiscono senza essere sottoposti a controlli di sorta. Favorisce, altresì, l'incremento di siffatta forma operativa la circostanza che non si rinvenivano tassonomie condivise a livello internazionale relative alle cripto attività, né sono state definite puntuali modalità tecniche per l'identificazione del perimetro nel quale vanno circoscritte le particolari forme di attività finanziaria ad esse riconducibili.

Orbene, le indicazioni rinvenienti dalle disposizioni dei commi 3 e 4 del menzionato 'decreto semplificazioni' (d.l. n. 135 /2018) non recano alcun contributo chiarificatore al riguardo limitandosi a puntualizzare che la «memorizzazione di un

---

<sup>91</sup> Cfr. LEMMA, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, Palgrave, 2016.

<sup>92</sup> Cfr. ESMA, *Esa warning on virtual currencies*, visionabile su [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

<sup>93</sup> Cfr. BEFANI, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, cit. loc. cit.

<sup>94</sup> Cfr. NORI, *Bitcoin, tra moneta e investimento*, relazione svolta nel X Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", Roma 22/23 febbraio 2019.

<sup>95</sup> Cfr. MINENNA, *L'esplosione della bolla Bitcoin: un'autopsia*, in *Il Sole24Ore* del 31 dicembre 2018.

documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui all'articolo 41 del Regolamento UE n. 910/2014». Ne consegue che il profilo caratterizzante del rapporto negoziale in esame è costituito dall'impegno ad un esborso monetario che viene effettuato in vista di una acquisizione che si *materializza* nella 'cripto valuta' al momento del pagamento. È evidente, quindi, come nella fase iniziale di tale rapporto il valore dell'*asset* virtuale appaia decisamente incerto; da qui l'inevitabile rischio di una possibile insolvenza che connota siffatte operazioni, le quali si contraddistinguono, dunque, per un elevato grado di incertezza che caratterizza gli esiti dell'azione posta in essere.

Nello specifico, l'impegno a pagare un prezzo determinato è legato alla acquisizione di un bene che, nella sua originaria conformazione, è inesistente come autonomo oggetto di diritto, ragion per cui potrebbe risultare quantitativamente diverso da quello sperato; bene che una volta materializzato ha carattere fungibile «perché le singole unità che lo compongono sono della stessa natura e della stessa qualità in quanto appartenenti al medesimo protocollo informatico»<sup>96</sup>. La probabilità che il rapporto negoziale, così instaurato, si risolva in negativo individua un elemento determinante sul piano della qualificazione giuridica della operazione: quest'ultima evidenza, infatti, elementi di *aleatorietà* tali che potrebbero legittimare l'inclusione nella omonima categoria contrattuale, sia pure in una configurazione innominata. È appena il caso di ricordare che secondo un orientamento dottrinale consolidato l'*aleatorietà* della stipulazione trova il suo fondamento «nell'incertezza del risultato economico conseguibile da una o da entrambe le parti»<sup>97</sup>; da qui il rilievo ascrivibile all'«azzardo» quale elemento caratterizzante del contenuto del contratto (per solito assunto al fine di ricavare possibili vantaggi) e conseguentemente alla disciplina civilistica di riferimento.

---

<sup>96</sup> Cfr. Trib. Firenze, 21 gennaio 2019, n. 18, in *Dir. Internet*, 2019, p. 119 ss.

<sup>97</sup> Cfr. da ultimo BELLI G., *L'alea e il contratto aleatorio: dalla nozione di rischio alla costruzione della categoria*, visionabile su <http://amsacta.unibo.it/id/3777/1>

La normativa codicistica individua nella fattispecie prevista dal disposto dell'art. 1472 c. c., relativa alla vendita di cose future, la figura tipica che contraddistingue la aleatorietà, la quale trova espressione nei due contratti di *emptio spei* e/o *emptio rei sperate*, a seconda che il compratore si accolli oppur no il rischio dell'esistenza della cosa venduta. Tali ipotesi negoziali si differenziano tra loro e, a ben considerare, anche rispetto all'operazione oggetto del nostro esame, la quale non presenta il dato della 'corrispettività', tipicamente proprio di tale tipologia di contratti. Un indirizzo consolidato della Corte di Cassazione conferma siffatta ipotesi ricostruttiva in quanto pone l'accento sulla "*condicio iuris*" della venuta ad esistenza della cosa alienata nell'*emptio rei sperate*, laddove nell'*emptio spei* le parti prescindono dall'esistenza della cosa venduta<sup>98</sup>; per cui, al limite, l'acquisizione di cripto attività appare suscettibile di una qualche forma di comparazione solo nei confronti di quest'ultima. Ciò, restando fermo che detta ipotesi negoziale sia da escludere comunque, in quanto - come testé si è anticipato - entrambe le menzionate fattispecie in parola vanno inquadrare tra i 'contratti di natura consensuale a prestazioni corrispettive', anche nei casi in cui non sussistono condizioni *paritarie* iniziali<sup>99</sup>.

Sulla base di quanto precede risulta evidente che la qualificazione dei rapporti contrattuali aventi ad oggetto 'cripto attività', per quanto circoscritta nei limiti testé indicati, risulta strettamente connessa al fatto che essi, al loro interno, presentano un'*alea* che rileva ai fini della individuazione della causa negoziale. Tale constatazione resta valida anche con riferimento alla tesi sostenuta dalla Cassazione secondo cui «le valute virtuali non sono prodotti di investimento, ma mezzi di pagamento [in quanto] sottratte alla normativa in materia di strumenti finanziari»<sup>100</sup>. Ed invero, si è comunque in presenza di un «accordo» che interviene tra l'investitore ed un'*incerta persona*, cui è rivolto l'atto unilaterale del primo, che si propone come acquirente di cripto valute; tale atto è finalizzato alla utilizzazione delle tecnologie e

---

<sup>98</sup> Cfr. *ex multis* Cassazione civile, sez. II, 30 giugno 2011, n. 14461.

<sup>99</sup> Cfr. da ultimo CASS. civile, sez. I, 29 luglio 2021, n. 21830

<sup>100</sup> Cfr. Cass. penale sez. II, 17/9/2020, n. 26807.

dei protocolli informatici *DLT/blockchain* che consentono di avere accesso a prodotti o servizi finanziari, donde l'implicita accettazione dei contenuti *meramente probabilistici* che contraddistinguono dette tecnologie.

È evidente, allora, come una profonda incertezza domina il rapporto tra l'entità del vantaggio e quella del rischio che viene assunto, tanto da far ravvisare la presenza di presupposti che, in un diverso contesto sinallagmatico, avrebbero consentito di qualificare tale contratto come *aleatorio*. Come è stato sottolineato in letteratura, gli elementi della 'speculatività' sono prevalenti ove si consideri che la offerta di cripto valute viene rappresentata come un'opportunità di investimento, pubblicizzando la possibilità di stratosferici guadagni senza prospettare, peraltro, alcuna garanzia di solvibilità<sup>101</sup>. Si individua un contesto fattuale nel quale l'acquirente è disposto a 'scommettere' sull'esito positivo dell'operazione in una logica rispondente alla menzionata situazione di imprevedibilità in cui la medesima si iscrive.

Non ci si deve nascondere, inoltre, che - a fronte di un fenomeno sostanzialmente nuovo e pervaso da una tecnicità di non facile lettura - il tentativo di un inquadramento giuridico in schemi concettuali preesistenti, in grado di ricomprenderne tutti i risvolti, si presta ad ipotesi interpretative che possono sconfinare in costruzioni inadeguate. Pertanto, nell'intento di far chiarezza sul procedimento giuridico che è a base della acquisizione e del trasferimento di cripto attività necessita aver riguardo ad una visione pragmatica del dato fenomenico; l'analisi va, quindi, incentrata sulla realtà fattuale che caratterizza i differenti momenti dell'*iter* negoziale in parola.

Mi riferisco, in particolare, al microcosmo di relazioni molteplici in cui si articolano le forme operative in esame, rispetto alle quali rileva la funzione aggregativa svolta dalle piattaforme di *exchange*, che offrono la possibilità di creare portafogli virtuali nei quali sono custodite dette attività. In altri termini, presenta a mio avviso

---

<sup>101</sup> Cfr. NIGRO R., *Criptovalute: alcuni profili di riconduzione giuridica*, visionabile su [www.altalex.com/documents/news/2021/03/10/criptovalute-alcuni-profili-di-qualificazione-giuridica](http://www.altalex.com/documents/news/2021/03/10/criptovalute-alcuni-profili-di-qualificazione-giuridica).

significativo rilievo l'interazione che si riscontra tra controparti negoziali *anonime*, accomunate dall'interesse a mettersi in contatto tra loro in vista del primario obiettivo di trarre vantaggio da una possibile *escalation* di valore delle crypto attività acquisite attraverso un meccanismo particolarmente complesso.

11. Al fine di valutare uno degli aspetti più significativi della gestione delle crypto valute - vale a dire la specificazione delle modalità in cui avviene il contatto tra gli utenti della finanza decentrata ed il bene immateriale dai medesimi acquisito ed eventualmente dismesso - è opportuno esaminare la complessa funzione delle piattaforme, la cui presenza nel mercato assume peculiare centralità nell'attivare gli accordi che si pongono a base delle acquisizioni e transazioni di cui trattasi.

L'attività delle piattaforme viene considerata in letteratura analoga a quella svolta dalle borse che operano sui mercati regolamentati; peraltro, il loro inserimento all'interno del mondo digitale interagisce sulla particolarità di un *agere* che si compendia in una mera offerta riferibile «alle crypto valute e non ai tradizionali *asset* finanziari (azioni, obbligazioni, ecc.)», in vista di un'operatività che si svolge su uno specifico mercato o su una pluralità di mercati<sup>102</sup>. A rigore, essendo la piattaforma un gestore decentralizzato il suo profilo caratterizzante dovrebbe essere costituito dalla proposizione *neutrale* di un servizio finanziario che si qualifica per una significativa ampiezza dimensionale e per la molteplicità e varietà dei soggetti potenziali destinatari del medesimo<sup>103</sup>. Ciò con la conseguenza di dover escludere la possibilità di un'eventuale intromissione della piattaforma sui portafogli degli utenti, limite interventistico che sul piano tecnico viene talora superato, come risulta da alcuni studi specialistici<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> Cfr. PALAZZO M., *Blockchain e crypto-attività*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale*, Milano, 2022, p. 231.

<sup>103</sup> Sulla varietà di piattaforme esistenti si veda in particolare C. BUSCH, H. SCHULTENOLKE, A. WIEWIÓROWSKA-DOMAGALSKA, F. ZOLL *The rise of the platform economy: a new challenge for Eu consumer law?*, in Eu CML, n. 1, 2016, p. 3 ss.

<sup>104</sup> Cfr. CHIAP - RANALLI - BIANCHI, *Blockchain Tecnologia ed Applicazioni per il business*, Milano, 2019, p. 171 ss.

Nello specifico, la dottrina si è soffermata ad evidenziare gli elementi strutturali delle piattaforme valutandone su un piano generale le caratteristiche e le finalità. L'analisi nel riferimento alle indicazioni formulate dalla Commissione Europea ha evidenziato, sul piano economico, la riconducibilità delle medesime ad un «un meccanismo federato e cooperativo», fondato sulla interazione tra finanza e tecnologia, il quale - consentendo forme di raccordo operativo tra coloro che ad esso partecipano - crea e scambia valore<sup>105</sup>. Per converso, l'indagine in ambito giuridico sottolinea che si è in presenza di uno schema ordinatorio che, sul piano delle concretezze, appare propositivo di problematiche riconducibili a quelle sottese alla nozione d'impresa, stante la capacità delle piattaforme di costituire aggregazioni funzionali allo scopo di rendere possibile l'ingresso nei mercati telematici<sup>106</sup>.

Viene posto, quindi, l'accento sulla rilevanza che lo sviluppo del calcolo informatico presenza *in subiecta materia*, rappresentando come l'utilizzo di processi decentralizzati nell'offerta e commercializzazione di servizi di pagamento e finanziari possa essere gravida di rischi; ciò avendo riguardo alla circostanza che la applicazione delle tecnologie consente transazioni effettuate senza l'intervento diretto di un intermediario. L'esecuzione delle operazioni avviene, infatti, in modalità automatica, stante l'applicazione di programmi di *software* che si attivano al raggiungimento di determinate soglie di prezzo. Inoltre, sul piano negoziale dette modalità dell'*agere* implicano la possibilità di una disarmonia relazionale fra le parti e nelle tecniche di scambio del bene; ed invero la tempestività e la frequenza delle transazioni alterano il normale processo valutativo degli interessi in campo, dando luogo ad una forma operativa, frequentemente distonica, nella quale la ponderazione degli obiettivi perseguiti è sottratta ad un attento calcolo del rapporto tempo/quantità<sup>107</sup>.

---

<sup>105</sup> Cfr. CIPOLLONE, *Conference on Digital Platforms and Global Law*, Roma, Villa Aldobrandini, 29 aprile 2022.

<sup>106</sup> Cfr. CANEPA, *I mercati dell'era digitale*, cit., p. 31 - 33.

<sup>107</sup> Cfr. FROSINI, *Temporalità e diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, p. 431 ss.

Ed invero, in detto contesto, il *tempo* assume una connotazione particolare, divenendo metro della certezza e garanzia delle situazioni giuridiche soggettive che si pongono in essere: alla sua peculiarità va ricondotta la c.d. *fiducia digitale* che, a giusta ragione, un'attenta studiosa pone a fondamento del rapporto tra utente e piattaforma<sup>108</sup>. Detto elemento fiduciario, infatti, in sede contrattuale si sostituisce alla attività di verifica della qualità di beni e/o servizi che l'utente vuole acquisire, in pratica supplendo alle analisi sul livello reputazionale della controparte, nonché sui variegati profili d'accertamento che per solito connotano la fase precontrattuale. Ciò non sminuisce, tuttavia, l'esigenza di una rete di protezione che può essere offerta solo dall'esistenza di norme che regolano lo scambio moneta legale/cripto attività e, dunque, il passaggio del bene o l'erogazione del servizio finanziario.

Ad un attento esame non sfugge che la funzione delle piattaforme per quanto presenti elementi di similitudine con quella intermediatrice non sia riconducibile a quest'ultima. Ed invero, l'automatismo che contraddistingue la meccanica operativa di tali strutture tecnologiche (che non richiede un'espressa autorizzazione per consentire l'accesso ai dati registrati) è incentrato sull'utilizzo dell'apparato informativo, di cui le medesime dispongono; sicché, la conclusione delle transazioni si realizza senza uno specifico apporto decisionale che, invece, in via ordinaria connota l'azione intermediatrice in ambito finanziario. In altri termini, la capacità algoritmica delle piattaforme presenta una valenza che non si estende alla profilatura del rischio dell'utente, né appare in grado di modificare o bloccare l'operazione una volta avviato il programma *software* a supporto della stessa.

A ben considerare, anzi, come è stato recentemente puntualizzato in uno studio dell'EBA, le piattaforme sono diventate uno strumento informatico cui fanno ricorso gli intermediari abilitati per utilizzarlo alla stregua di qualsivoglia altro congegno operativo che possa essere d'ausilio nell'esercizio dell'attività di loro

---

<sup>108</sup> Cfr. CANEPA, op. ult. cit., p. 62 ss.

competenza<sup>109</sup>. Ciò conferma che le piattaforme esulano da una dimensione intermediatrice *tout court*, dovendo piuttosto essere configurate come fattore caratterizzante del passaggio dall'«analogico al digitale»; più in particolare, esse forniscono una chiave di lettura della complessità relazionale determinata dalle interdipendenze che, nella nuova realtà digitale, si individuano tra soggetti ed infrastrutture tecnologiche.

12. Ciò posto è evidente come la presenza delle piattaforme modifichi le tradizionali modalità operative degli intermediari bancari, con ovvia incidenza sulla configurazione dei modelli di *business*. È il caso di far presente, inoltre, che le soluzioni rinvenibili mediante ricorso a logiche decentralizzate ripropongono, in termini nuovi, la problematica della tutela dei risparmiatori a causa dei rischi di nuovo genere e di variegata intensità rivenienti dalle negoziazioni di cripto-attività. Del pari, necessita orientare in nuove direzioni la riflessione sulla catena di responsabilità che si delinea a seguito dell'utilizzo dei programmi *software* disponibili sulle piattaforme; ciò, dovendosi tener conto delle difficoltà cui un ecosistema decentralizzato va incontro nell'identificazione dei soggetti responsabili qualora si verificano situazioni di crisi o errori nell'esecuzione delle transazioni.

Tali considerazioni sulla natura e sulle funzioni delle piattaforme consentono di prospettare ipotizzabili soluzioni in ordine ad un possibile raccordo della tematica oggetto del nostro esame alle prescrizioni della disciplina bancaria e finanziaria.

Più in particolare, avendo escluso una verosimile assimilazione delle cripto valute ai prodotti finanziari, resta da verificare se - come da taluno è stato sostenuto<sup>110</sup> - sia configurabile, a seguito dell'acquisto di detti beni immateriali, un contratto di deposito. Si delinea una problematica - esaminata essenzialmente con riguardo alla possibilità di qualificare tale deposito come *irregolare* ai sensi dell' art.

---

<sup>109</sup> Cfr. EBA “Report on the Use of Digital Platforms in the EU Banking and Payment Sector”, September 2021.

<sup>110</sup> Cfr. PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente*, in *Ianus. Rivista di studi giuridici*, 2020, p. 66 ss.

1782 c.c. - che lascia supporre la facoltà di fatto consentita al gestore della piattaforma di ingerirsi nella gestione dei portafogli; ipotesi, questa, desumibile dalla tipologia negoziale in parola caratterizzata dalla prerogativa del depositario di servirsi delle cose fungibili oggetto del contratto (delle quali acquista la proprietà), stante il successivo obbligo del medesimo di «restituirne altrettante della stessa specie e qualità». È evidente come un comportamento siffatto appare poco praticabile nel contesto di una gestione decentralizzata, oltre a configurarsi contraddittorio rispetto ai criteri distintivi di quest'ultima, dovendosi presupporre la conoscenza (e l'utilizzo) delle 'chiavi private' dei clienti, da escludere verosimilmente nelle forme operative che ci occupano.

È evidente, peraltro, come in tale prospettiva si determini uno spostamento dell'indagine all'esame dell'eventuale responsabilità del gestore di piattaforme per un utilizzo improprio delle facoltà a lui consentite (in qualità di fornitore del servizio inserito nel contesto della *blockchain*)<sup>111</sup>. Un'ipotesi fattuale del genere è stata esaminata dalla giurisprudenza la quale, in presenza di una gestione fraudolenta della piattaforma *exchange* - e, in particolare, di situazioni caratterizzate dalla sottrazione di un rilevantissimo importo di cripto valuta Nano - ha dichiarato il fallimento della società di gestione<sup>112</sup>.

La peculiarità della fattispecie (caratterizzata da una sistematica confluenza delle cripto valute in un unico *wallet*, le cui chiavi erano nella esclusiva responsabilità del gestore) hanno fatto ritenere al Giudice applicabile il disposto del citato art. 1782 c.c., ipotizzando la configurabilità di un deposito irregolare; tesi, quest'ultima, che non inficia le considerazioni dianzi esposte le quali, per converso, riguardano ipotesi operative in linea con i criteri che ordinariamente connotano la creazione e il trasferimento delle cripto valute. Da qui l'imposizione, prevista dalla giurisprudenza in parola, di restituire il *tantundem eiusdem generis* a fronte dei

---

<sup>111</sup> Cfr. KROGH, *La responsabilità del gestore di piattaforme digitali per il deposito e lo scambio di criptovalute*, in *Dir. int.*, 2019, 1, 150

<sup>112</sup> Cfr. Tribunale di Firenze n. 18 del 21 gennaio 2019, in n. 18, in *Le Corti fiorentine*, 2019, 2, p. 71 ss.

depositi effettuati dagli utenti sulla piattaforma, non essendo consentita alla convenuta impresa debitrice la possibilità di discolparsi, come è previsto per il deposito regolare, asserendo di aver adottato le misure richieste dall'ordinaria diligenza.

Sotto altro profilo tale problematica si colora di particolare complessità qualora si consideri che l'*agere* del gestore delle piattaforme presenta carattere generalizzato essendo volto all'attivazione di una pluralità di rapporti negoziali posti in essere in modalità che potrebbero, per certi versi, essere assimilate a quelle che, per solito, contraddistinguono la 'raccolta di risparmio'. È appena il caso di segnalare, tuttavia, che la menzionata impossibilità di ricondurre le piattaforme alla figura degli intermediari e le menzionate criticità rivenienti da «tecnologie basate su registri distribuiti (DLT)»<sup>113</sup>, consentono di escludere detta eventualità, ribadendo l'esigenza di opportuni approfondimenti volti ad evidenziare la pericolosità sottesa all'utilizzo di cripto attività.

Ne consegue che nella fattispecie non si rinvengono i presupposti giuridico fattuali per ipotizzare che si versi in presenza di una forma di 'raccolta abusiva del risparmio', notoriamente vietata dal Testo Unico Bancario. Al riguardo, è il caso di ricordare che l'art. 131 TUB, riguardante l'esercizio non autorizzato dell'attività creditizia, si prefigge di eliminare dal mercato soggetti che sono entrati a farne parte eludendo la normativa; donde l'obiettivo di tutelare i risparmiatori vietando a coloro che non sono autorizzati l'esercizio abusivo dell'attività bancaria (sì da impedire forme di alterazione della concorrenza dovute all'azione di intermediari non assoggettati ai controlli ed ai vincoli cui sottostanno gli enti abilitati)<sup>114</sup>.

Di certo la fattispecie oggetto del nostro esame non è riconducibile all'ipotesi delittuosa identificata dalla citata disposizione del TUB in quanto, come si è evidenziato nelle precedenti pagine, nelle forme operative di cui trattasi i gestori di

---

<sup>113</sup>Cfr. MASERA, op. cit., loc. cit.

<sup>114</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 131 TUB*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Tomo III, Milano, 2018, p. 2535 ss.

piattaforme sono sottratti all'obbligo di una preventiva autorizzazione; a ciò si aggiunga che le disponibilità monetarie affluite nel circuito della DLT non sono finalizzate ad impieghi preordinati a supportare azioni d'investimento nei settori produttivi. Per converso, la riferibilità ad una ipotizzabile causa finanziaria è costituita da una aspettativa di profitto o di remunerazione, che sposta la *ratio* dell'attività in questione nel diverso ambito di una mera 'speculazione'; si è ben lontani, quindi, dai contenuti normativi della disposizione dell'art. 131 TUB che investe una tematica direttamente collegata alla individuazione dei principi base dell'ordinamento del credito, quali la tutela del risparmio, la riserva di attività per gli appartenenti al settore, l'intervento repressivo nei confronti delle così dette «banche di fatto».

In un analogo ordine d'idee va risolta, a mio avviso la questione, riguardante la possibilità di inquadrare come 'proposta d'investimento' la vendita *on line* di *bitcoin* allorché venga reclamizzata come tale. In argomento suscita perplessità la tesi sostenuta in una recente decisione della Corte di Cassazione secondo cui si tratterebbe di «un'attività soggetta agli adempimenti di cui all'art. 91 e seguenti TUF, la cui omissione integra la sussistenza del reato di 'abusivismo finanziario' di cui all'art. 166, primo comma, lett. c, TUF»<sup>115</sup>. Ed invero un lettura sistematica dell'art. 166 deve tener conto, come è stato sottolineato da autorevole dottrina<sup>116</sup>, anche del disposto dell'art. 18 dello stesso TUF, statuizione nella quale si precisa che «l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche»; testo normativo dal quale la Corte in una sua precedente sentenza aveva tratto «la conclusione della necessità di quei requisiti nel caso di chi eserciti abusivamente, cioè senza abilitazione, tali

---

<sup>115</sup> Cfr. Cass. penale sez. II , 17/9/2020, n. 26807, cit.

<sup>116</sup> Cfr. tra gli altri SEVERINO DI BENEDETTO, *Commento all'art. 166 tuf*, in Alpa – Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, III, Padova, 1998, p. 1519 e ss; SEMINARA, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, vol. III, Torino, 2018, p. 24; DALAITI, *Cripto-valute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva?*, in *Sistema penale*, 2021, p. 37 ss.

attività»<sup>117</sup>.

13. L'indagine qui svolta su alcune tra le numerose problematiche sollevate dalle cripto attività, di certo non può dirsi esaustiva dei percorsi che la ricerca è chiamata a svolgere *in subiecta materia*; essa evidenzia, peraltro, la complessità di siffatto profilo tematico riconducibile alla incidenza della innovazione tecnologica sulla attività finanziaria. Da qui l'assoluta certezza di un primo risultato della presente analisi: a fronte del beneficio, recato dalla affermazione del 'mondo virtuale' all'efficientamento delle modalità di offerta dei servizi finanziari, si rinvengono rischi di nuovo genere connessi alla transizione al digitale.

Ed invero, la tecno finanza impatta spesso sulle modalità dell'*agere* (e conseguentemente sul funzionamento dei mercati) determinando pericolose ricadute sulla circolazione delle ricchezze sottratte alla trasparenza ed alla rigorosa affidabilità di un'attività svolta in conformità al perimetro della regolazione. Ciò risulta particolarmente chiaro nell'utilizzo di tecnologie c.d. *blockchain* (riferibili alla DLT) che si articolano in molteplici declinazioni. Conseguono la necessità di procedere con la consapevolezza di essere in presenza di un registro che si replica sui 'nodi' della rete informatica, i quali ne tengono memoria e ne verificano la legittimità; linea comportamentale, questa, coerente con le indicazioni del nostro legislatore il quale - nell'art. 8 ter, comma primo, del d.l. 14 dicembre 2018, n. 135 - ha definito puntualmente la portata di tale tecnologia.

In letteratura il riferimento alla limitata tassonomia di siffatta forma operativa ha indotto a procedere a differenti livelli di classificazione la cui narrazione spesso si è risolta avendo riguardo ad un'autosufficienza del sistema e, dunque, a sottovalutare le ragioni che possono facilmente causare situazioni d'insolvenza, destinate ad espandersi all'intero settore finanziario. In questo studio si è tentato di sottolineare, evidenziando l'aleatorietà sottesa a detta tipologia

---

<sup>117</sup>Cfr. Cass. pen., Sez. V, 29.5.2013, n. 27246, con nota di FERRI – MIGLIO, *In tema di abusivismo finanziario*.

programmatica, le incognite cui vanno incontro coloro che, mossi da un intento speculativo e di facile guadagno, si lasciano coinvolgere nelle maglie di una decentralizzazione finanziaria che, in taluni casi (si pensi alla *blockchain permissionless*), si presenta priva di qualsivoglia restrizione.

Naturalmente è prevedibile che ai recenti interventi disciplinari del regolatore europeo ne seguano altri volti a ricondurre la predetta realtà, originata dalle innovazioni di cui si è detto, nell'alveo del tradizionale complesso dispositivo riguardante la operatività dei mercati. Ciò implica una rivisitazione, effettuata in chiave comparativa, degli istituti che fino ad oggi hanno espresso il potere decisionale dell'autorità di vigilanza, assicurando il rispetto delle clausole e dei principi base dell'ordinamento finanziario europeo.

È ipotizzabile, infatti, che le recenti novità introdotte dal conseguito accordo sulla 'proposta di regolamento dei mercati delle crypto attività' (c.d. MICAR) risulteranno, in prospettiva, insufficienti per uniformare l'emissione di queste ultime, dovendo aversi riguardo a profili problematici di natura amministrativa (ad esempio: sistemi di sicurezza, adeguati assetti informativi, ecc.), che al presente non sono stati sottoposti ad un adeguato approfondimento.

Analoga considerazione va fatta con riferimento al regolamento *Digital Resilience Operational Act* (c.d. Dora) finalizzato ad accertare la piena capacità operativa delle reti che forniscono servizi relativi ad una corretta informazione e comunicazione alle imprese ed alle parti terze. Di certo è auspicabile che siano adottate iniziative *in subjecta materia* dalla cui realizzazione dipende la possibilità per l'Unione europea di continuare ad essere una delle piazze finanziarie più avanzate del pianeta.

Com'è noto, l'innovazione tecnologica ci spinge sempre più verso una dimensione virtuale - conosciuta come «metaverso» - che si sovrappone e coesiste con quella reale. S'impone, quindi, alla ricerca di individuare le modalità in cui può svolgersi il percorso di questa trasposizione, destinata ad incidere sulle forme esplicative dell'intervento pubblico e, più in generale, sugli aspetti socio/politici dei

paesi UE. In tale contesto può essere d'aiuto la rivisitazione delle esperienze giuridiche pregresse dalla quale trarre adeguati suggerimenti al fine di rimuovere le cause che impediscono di superare le difficoltà di un cammino che si propone la costruzione politica e culturale di un "sistema avanzato", in grado di integrare regole altamente tecniche in una realtà orientata ad avvalersi di queste ultime come determinanti *metaeconomiche* volte a conseguire le finalità avute di mira.

**Francesco Capriglione**

## QUALCHE APPUNTO SULLE FATTISPECIE ACQUISITIVE DI PARTECIPAZIONI BANCARIE \*

*(Some notes on the acquisition of bank shareholdings)*

**ABSTRACT:** *The new Provisions on the ownership structure of banks and other intermediaries, recently issued by the Bank of Italy, summarise and rationalise the regulations on the subject. Particularly worthy of analysis are the new rules on the authorisation of the acquisition or increase of qualifying shareholdings, where a number of simple presumptions are introduced for which contrary evidence may be provided.*

**SOMMARIO:** 1. Le nuove Disposizioni in materia di assetti proprietari. – 2. Il controllo. – 3. L’influenza notevole. – 4. Le fattispecie acquisitive.

1. Le nuove “*Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*” della Banca d’Italia (“*Disposizioni*”) compendiano in un unico testo la disciplina in materia di autorizzazione all’acquisizione o all’incremento di partecipazioni qualificate in “*imprese vigilate*”, con una revisione sistematica e una complessiva riorganizzazione delle disposizioni oggi vigenti, dando attuazione alle previsioni in materia di assetti proprietari del TUB e del TUF, novellate dal d. lgs. 182/2021, in linea con la normativa europea di riferimento e con gli Orientamenti congiunti di EBA, ESMA e EIOPA.

Le Disposizioni definiscono “partecipazione qualificata” quella partecipazione che:

- a) attribuisce una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento;
- b) consente di esercitare un’influenza notevole sulla gestione dell’impresa; o

---

\*Contributo approvato dai revisori.

c) consente di esercitare il controllo sull'impresa.

2. La nozione di "controllo" non presenta particolari novità: è esattamente in linea con la normativa ad oggi in vigore.

Viene infatti richiamato l'art 23 TUB, comma 1, che, come noto, a sua volta rinvia ai commi 1 e 2 dell'art. 2359 c.c., ampliando però il novero soggettivo dei "controllanti" anche a soggetti diversi dalle società, persone fisiche o giuridiche diverse dalle società o comunque enti dotati quanto meno di soggettività giuridica, e assimila a tali ipotesi di controllo il caso dell'esistenza di contratti o clausole statutarie che abbiano per oggetto o per effetto il potere di esercitare l'attività di direzione e coordinamento.

Quindi, alle fattispecie codicistiche del *controllo interno di diritto*, del *controllo interno di fatto* e del *controllo esterno in forza di particolari vincoli contrattuali* si aggiunge il caso dei contratti o clausole statutarie che consentano di esercitare attività di direzione e coordinamento.

Il secondo comma dell'art. 23 TUB completa la definizione di controllo, ai fini della vigilanza settoriale, prevedendo che sussista controllo nella peculiare forma dell'*influenza dominante*, e salvo prova contraria, (a) qualora vi siano accordi che conferiscano a un soggetto il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o comunque consentano di disporre della maggioranza dei voti ai fini delle deliberazioni relative alle materie di cui agli art. 2364 e 2364 *bis* c.c.; fattispecie questa che ricorre ove sia garantito al soggetto controllante i) di incidere in maniera decisiva sulle scelte concernenti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza oppure ii) di disporre della maggioranza assoluta dei voti in sede di assemblea ordinaria<sup>1</sup>; (b) qualora si sia in

---

<sup>1</sup> In relazione alle due ipotesi in cui si concretizza l'influenza dominante si rende necessaria una precisazione. Per quanto attiene al punto *sub i*), cioè il potere di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori, non si richiede una situazione di controllo stabile. Diversamente, nell'ipotesi

possesso di partecipazioni idonee a consentire la nomina o la revoca della maggioranza degli amministratori; fattispecie che ricorre anche ove sia possibile, ad esempio in forza di norme statutarie, per il socio che detenga una partecipazione non di maggioranza di nominare un numero superiore alla metà degli amministratori<sup>2</sup>; (c) qualora, anche tra soci, sussistano rapporti, di carattere finanziario e organizzativo, idonei a produrre uno dei seguenti effetti: a) la trasmissione degli utili o delle perdite; b) il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune; c) l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle partecipazioni possedute; d) l'attribuzione, a soggetti diversi da quelli legittimati in base alla titolarità delle partecipazioni, di poteri nella scelta degli amministratori o dei dirigenti; (d) qualora vi sia soggezione a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi<sup>3</sup>.

3. Se in materia di controllo, le Disposizioni si pongono in linea con la normativa vigente, importanti novità sono invece introdotte in relazione al concetto di "influenza notevole".

Dal punto di vista concettuale, le Disposizioni mantengono ferma la nozione di "influenza notevole", definendola come *"il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e operative dell'impresa vigilata, senza averne il controllo"*. È possibile, tuttavia, rinvenire elementi di novità in relazione

---

sub ii), per disporre della maggioranza assoluta dei voti in sede assembleare non si può prescindere da un controllo stabile e duraturo. Così F. CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Tomo I, IV ed., Milano, 2018, pag. 251.

<sup>2</sup> Si ritiene invece non rientrare in tale fattispecie l'ipotesi in cui il diritto di nominare o revocare gli amministratori sia attribuito ai titolari di strumenti finanziari patrimoniali e partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c., *ivi*, pag. 252.

<sup>3</sup> Si tratta di quella forma di influenza dominante definita come "direzione unitaria o comune", sussistente non soltanto nell'ipotesi in cui vi sia coincidenza tra gli organi di gestione dei soggetti esercenti e sottoposti all'influenza dominante, ma altresì nell'ipotesi in cui il controllante eserciti un'attività di direzione tale da assicurare l'unità degli indirizzi gestionali. PAVONE LA ROSA, *Le società controllate. I gruppi*, in *Tratt. Soc. per az.*, Torino, 1991, pag. 600.

alle ipotesi in cui essa viene a configurarsi.

In base alla disciplina attualmente vigente<sup>4</sup>, l'influenza notevole si presume nei casi di possesso di una partecipazione, diretta o indiretta, pari o superiore al 20 per cento del capitale sociale o dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, ovvero ove si possieda una partecipazione, diretta o indiretta, pari o superiore al 10 per cento, nel caso di società quotate.

Ove si sia al di sotto di siffatte soglie, l'*influenza notevole* deve essere verificata sulla base di taluni indici, quali la possibilità di nominare almeno un componente dell'organo amministrativo, o la possibilità di partecipare in misura determinante all'assunzione di decisioni di natura strategica, pur in assenza di controllo di fatto o di controllo congiunto<sup>5</sup>.

Le nuove Disposizioni aggiungono, al riguardo, l'acquisto di partecipazioni inferiori alla soglia del 10 % del capitale o dei diritti di voto, tenuto anche conto delle partecipazioni già possedute; l'acquisto di strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'articolo 2351, comma 5, c.c. (ovvero diritti di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco); e la conclusione di un contratto con l'impresa vigilata o l'esistenza di una clausola dello statuto, che consentano siffatta influenza notevole.

Le Disposizioni, dunque, ampliano il campo di applicazione della disciplina in modo significativo, per ricomprendere acquisti sotto soglia, acquisti di strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi<sup>6</sup> e ipotesi di vincoli da contratto o da statuto.

---

<sup>4</sup> Si fa riferimento alle *Disposizioni di vigilanza per le banche* (Circolare n. 285 del 2013), alle *Istruzioni di vigilanza per le banche* (Circolare n. 229 del 1999) e alle *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari* (Circolare n. 288 del 2015).

<sup>5</sup> Circolare n. 288 del 2015, Titolo II, Capitolo I, Sezione I, Paragrafo 3; *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, Titolo IV, Capitolo I, Sezione I, Paragrafo 4.

<sup>6</sup> Fattispecie che, ai sensi del *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, allo stato rileva quale mero indice da valutare ai fini dell'accertamento della sussistenza di un'influenza notevole.

La scelta di indicare una percentuale inferiore non sembra casuale, ma risponde a esigenze di sistematicità. Infatti, come si è avuto modo di vedere, le Disposizioni prevedono espressamente l'obbligo di autorizzazione preventiva per chi intenda acquisire una partecipazione che attribuisce almeno il 10% dei diritti di voto; coerentemente, il concetto di influenza notevole va a coprire gli acquisti inferiori a questa soglia, che però attribuiscono *il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e operative dell'impresa vigilata, senza averne il controllo*".

Senza considerare che, abbassando la soglia percentuale, Banca d'Italia si è posta perfettamente in linea con la scelta adottata dalle Autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities – ESAs*) negli *Orientamenti comuni per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario*<sup>7</sup> ("*Orientamenti*"), che fanno riferimento a una soglia non superiore al 10% ai fini dell'individuazione dell'influenza notevole.

Inoltre, la Banca d'Italia, in attuazione del comma 9 dell'art. 19 TUB, individua una serie di circostanze da tenere in considerazione al fine di verificare la sussistenza dell'influenza notevole, quali le caratteristiche dell'assetto proprietario e del governo societario dell'impresa vigilata, nonché le relazioni esistenti tra quest'ultima, altri partecipanti e il candidato acquirente. Tali circostanze assumono rilievo alla luce di una serie di indici specificamente indicati, analoghi a quelli riportati negli *Orientamenti*, che incidono sulla capacità del candidato acquirente di esercitare un'influenza notevole su un'impresa vigilata<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Tali *Orientamenti* individuano al Paragrafo 5 l'influenza notevole in "*un progetto di acquisizione o incremento di una partecipazione di importo non superiore al 10 % del capitale o dei diritti di voto dell'impresa interessata andrebbe assoggettato alla notifica e alla valutazione prudenziale preventive, qualora tale partecipazione consenta al candidato acquirente l'esercizio di un'influenza notevole sulla gestione dell'impresa interessata, indipendentemente dal fatto che tale influenza sia realmente esercitata o meno*".

<sup>8</sup> Merita sottolineare che tali indici devono essere sempre riferiti all'assetto proprietario e di governo societario dell'impresa vigilata, in quanto l'influenza notevole, come già detto, è il potere di

All'interno di siffatti indici si rinvengono: a) il grado di frammentazione dell'azionariato dell'impresa vigilata; b) salve le presunzioni di concerto, la presenza di rapporti, anche di natura negoziale, tra il candidato acquirente e altri partecipanti dell'impresa vigilata, che consentano di esercitare, anche congiuntamente con questi ultimi, un'influenza notevole; c) la circostanza che il candidato acquirente sia in grado di nominare almeno un componente dell'organo di gestione o di supervisione strategica; d) la circostanza che il candidato acquirente sia in grado di incidere – pur senza che si venga a configurare una situazione di controllo di fatto o di controllo congiunto – sull'assunzione delle decisioni di natura strategica; e) la circostanza che il candidato acquirente sia un componente dell'organo con funzione di amministrazione, direzione o controllo dell'impresa vigilata o del soggetto che la controlla; f) la presenza di transazioni ricorrenti e, in ogni caso, rilevanti tra il candidato acquirente e l'impresa vigilata; g) lo scambio di personale manageriale e la fornitura di informazioni tecniche essenziali; h) il possesso di strumenti finanziari partecipativi in misura tale da conferire il potere di nominare almeno un componente dell'organo di gestione o di supervisione strategica o di partecipare alla determinazione delle decisioni di natura strategica per l'impresa vigilata stessa; i) l'attribuzione al singolo socio, ai sensi dell'articolo 2468, comma 3, c.c., di particolari diritti patrimoniali o amministrativi che consentano di esercitare poteri analoghi a quelli sopra indicati.

In particolare, quanto alla fattispecie *sub c)* va precisato che non assume rilievo soltanto l'esercizio di diritti di nomina in base a previsioni statutarie o parasociali, ma anche la mera possibilità di nominare un componente degli organi sociali, in quanto l'influenza notevole può essere esercitata non solo sulla base di

---

partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e operative dell'impresa vigilata. Ne deriva che l'attribuzione del potere di nominare almeno un componente dell'organo con funzione di gestione o con funzione di supervisione strategica della società che controlla l'impresa vigilata non costituisce una ipotesi di acquisizione di influenza notevole ai fini della disciplina in esame.

accordi o vincoli contrattuali, ma anche in base a situazioni di mero fatto<sup>9</sup>.

Non assume invece rilievo il caso in cui sia la minoranza a nominare uno o più componenti degli organi sociali. Tali componenti, infatti, essendo espressione della minoranza, in principio non sono in grado di incidere sulle politiche direttive dell'impresa vigilata e, dunque, la loro nomina non è considerata espressione di influenza notevole<sup>10</sup>.

4. Passando all'analisi delle fattispecie acquisitive – coerentemente con il nuovo testo dell'art. 19 TUB e dell'art. 15 TUF – le *Disposizioni* disciplinano gli obblighi di preventiva autorizzazione per coloro che intendono: (a) acquisire a qualsiasi titolo una partecipazione qualificata in un'impresa vigilata; (b) incrementare la partecipazione qualificata già posseduta in un'impresa vigilata quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunge o supera il 20%, 30% o 50% e, in ogni caso, quando l'incremento comporta il controllo dell'impresa vigilata; (c) acquisire in una società che detiene una partecipazione qualificata in un'impresa vigilata (i) il controllo o (ii) una quota di diritti di voto che, pur non determinando il controllo, attribuiscono indirettamente una partecipazione qualificata nell'impresa vigilata applicando il criterio del moltiplicatore; (d) acquisire a qualsiasi titolo una partecipazione qualificata in un'impresa vigilata in assenza di un'operazione di acquisto, anche per il tramite di un contratto con l'impresa vigilata o di una clausola statutaria.

Quest'ultima fattispecie estende gli obblighi di preventiva autorizzazione alle ipotesi in cui si arrivi a detenere la partecipazione qualificata in assenza di

---

<sup>9</sup> Rappresenta una situazione di mero fatto l'influenza notevole derivante dall'acquisto di partecipazioni inferiori alla soglia del 10% del capitale o dei diritti di voto dell'impresa vigilata, a fronte di un elevato grado di frammentazione del suo azionariato. Il grado di frammentazione dell'azionariato rappresenta, infatti, un altro indice da tenere in considerazione ai fini della sussistenza dell'influenza notevole (Parte prima, Capo II, Par. 2, lett. a) delle *Disposizioni*; Par. 5.2, lett. e) degli *Orientamenti*).

<sup>10</sup> Si veda la nota n. 6 alla lett. c), del Par. 2, Capo II.

un'operazione di acquisto, come nei casi di (i) patti parasociali stipulati tra soci esistenti che, sommando le partecipazioni conferite da ciascuno al patto, arrivano a detenere complessivamente una partecipazione qualificata anche senza che vi siano acquisti di partecipazioni; (ii) altre situazioni in cui un socio, al di fuori delle ipotesi di concerto, arrivi a detenere una partecipazione qualificata nell'impresa vigilata senza aver compiuto acquisti (ad esempio, in ragione dell'acquisto di azioni proprie da parte dell'impresa vigilata, con conseguente aumento della quota di diritti di voto spettante ai soci esistenti).

Nell'ambito delle fattispecie acquisitive elencate è possibile che si verifichi una scissione tra la titolarità della partecipazione e l'esercizio dei diritti di voto. Si pensi alle ipotesi di accordi che prevedano il trasferimento provvisorio dei diritti di voto o al deposito delle partecipazioni a titolo di garanzia o ancora alla costituzione di pegno o usufrutto sulle partecipazioni<sup>11</sup>; o infine alla delega per l'esercizio dei diritti di voto, ove il delegato abbia margini di discrezionalità e non siano previste istruzioni specifiche del delegante.

In queste ipotesi di scissione tra titolarità delle partecipazioni ed esercizio del voto, si pone il problema di stabilire su quale soggetto gravi l'obbligo di autorizzazione preventiva.

Sul punto, la Banca d'Italia, in attuazione dell'art. 19, comma 9, TUB ha avuto modo di precisare che sono soggetti a tale obbligo non solo il titolare della partecipazione, ma altresì il soggetto cui sono attribuiti i relativi diritti di voto<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> È utile sottolineare che, nel caso di partecipazioni costituite in pegno, il creditore pignoratizio al quale sia attribuito il diritto di voto solo in caso di inadempimento del debitore (seppur prima di una eventuale escussione) è tenuto a chiedere l'autorizzazione esclusivamente nel caso e nel momento in cui intenda esercitare tale diritto.

<sup>12</sup> Stesso principio trova applicazione nell'ipotesi di operazioni di prestito di titoli, nel qual caso l'obbligo di autorizzazione cade sia sul prestatore che sul prestatario; così come nel caso di partecipazioni esercitate per il tramite di un *trust*. In quest'ultimo caso sono soggetti all'obbligo autorizzativo il *trustee*, il *settlor* e i beneficiari, salvo che il *trustee* dimostri all'Autorità competente che essi non possono esercitare, in via diretta o indiretta, alcuna influenza sull'esercizio dei diritti riguardanti tali partecipazioni (Parte I, Capo I, paragrafo 5 delle Disposizioni).

Con riguardo alle modalità di acquisto partecipativo, le Disposizioni chiariscono che l'obbligo di autorizzazione preventiva si applica a tutti i candidati acquirenti che si trovino in una delle situazioni che precedono direttamente o indirettamente, da soli o di concerto.

Alla modalità di acquisto o di incremento *indiretta* è dedicato il Capo III delle Disposizioni, che illustra le modalità di calcolo (*i.e.*, metodo del controllo e metodo del moltiplicatore). Nel caso di acquisto indiretto, ad esempio per il tramite di società controllate, i criteri del controllo e del moltiplicatore si applicano a ciascun livello della catena partecipativa dell'impresa vigilata. Pertanto, saranno soggetti all'obbligo di autorizzazione preventiva, oltre al candidato acquirente posto al vertice della catena partecipativa, anche tutti i soggetti intermedi che, direttamente o indirettamente, vi partecipano. La *ratio* è chiara: garantire che in presenza di catene partecipative complesse tutti i soggetti siano sottoposti a valutazione al fine di evitare e, eventualmente, reprimere situazioni pregiudizievoli per la sana e prudente gestione dell'impresa vigilata.

Quanto alla "azione di concerto" essa è definita dalle *Disposizioni* come l'acquisizione o la detenzione di partecipazioni da parte di più soggetti che, in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi, ancorché invalidi o inefficaci, intendano esercitare in modo concertato i relativi diritti, ove siffatte partecipazioni, cumulativamente considerate, raggiungano o superino il 10% dei diritti di voto o del capitale, oppure comportino la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole.

È interessante sottolineare come l'Autorità di vigilanza, al fine di agevolare l'individuazione di azioni di concerto – come peraltro previsto all'art. 22-*bis*, comma 2, TUB – abbia individuato specifiche *presunzioni di concerto*, che hanno natura di presunzione semplice, ammettendo la (difficile) prova contraria.

Si tratta dei casi di soggetti aderenti a un patto, ancorché invalido o

inefficace, che abbia per oggetto l'esercizio del diritto di voto nell'impresa vigilata o l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sull'impresa vigilata; di una società e i soggetti che in essa svolgono funzioni di amministrazione e direzione; di coniugi, conviventi, parenti e affini.

La prova contraria è, si diceva, possibile ma non agevole. Sul punto dovrà certamente radicarsi, nel tempo, una *best practice*.

Al momento posso solo richiamare un caso, a me noto, in cui l'amministratore di una società che intendeva sottoscrivere l'aumento di capitale della banca ricopriva il ruolo di amministratore anche in una società già socia della banca e, sommando le partecipazioni delle due società, queste sarebbero arrivate a detenere, insieme, una partecipazione complessiva superiore alla soglia del 10%, soggetta, per ciò, a preventiva autorizzazione della BCE. Al fine di vincere la presunzione di azione di concerto, il consiglio di amministrazione della società già socia aveva assunto una delibera contenente una serie di impegni volti a (i) escludere qualsiasi forma di ingerenza da parte dell'amministratore nella gestione della partecipazione della società nella banca e (ii) adottare apposite procedure interne per assicurare che all'amministratore fosse limitato l'accesso a qualsiasi informazione riguardante la banca, nonché la gestione della partecipazione detenuta dalla società nella banca.

L'adozione di tali accorgimenti è stata valutata positivamente dalla Banca d'Italia, quale "prova contraria" idonea a superare la presunzione di azione di concerto tra la società e il suo amministratore.

Non è che un esempio. Vedremo, nel futuro, come la prassi si consoliderà.

**Raffaele Lener**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata*

***IN HOUSE PROVIDING E ISCRIZIONE DELLE FINANZIARIE  
REGIONALI NELL'ELENCO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
AUTORIZZATI (ART. 106 DEL D.LGS. N. 385 DEL 1993) \****

*(In house providing and registration of regional financial companies  
in the list of authorized financial intermediaries (art. 106 of  
Legislative Decree n. 385 of 1993))*

**ABSTRACT:** *The absence of real decision-making autonomy for the members of the Board of Directors of the in-house companies stands in contrast to the independence that must distinguish the corporate officers of the financial intermediaries registered on the list referred to in article 106 of the Consolidated Law on Banking, including the regional finance companies.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa – 2. L'indipendenza degli esponenti aziendali nell'art. 106 TUB – 3. L'indirizzo fatto proprio da Cassazione e Corte dei conti riguardo all'iscrizione delle finanziarie regionali nell'elenco di cui all'art. 106 TUB – 4. Finanziarie regionali... in house e canoni comportamentali previsti per i loro amministratori – 5. Conclusioni.

1. Recenti decisioni assunte dalle corti giudicanti della magistratura ordinaria e di quella contabile offrono l'occasione e l'opportunità di svolgere qualche riflessione, di taglio per così dire obliquo, riguardo al rapporto tra il modello corrente della società in house<sup>1</sup> e l'assetto regolatorio progressivamente introdotto

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> La letteratura in materia è sterminata, senza pretesa di completezza si v. G.Caia, Le società in house: persone giuridiche private sottoposte a peculiare vigilanza e tutela amministrativa, in Giur. comm., 2020, I, p. 456 ss. (ove, condivisibilmente, si invita a non confondere il regime amministrativo-procedurale cui sono sottoposte determinate attività economiche, così come la peculiare vigilanza o tutela nei confronti dei soggetti che le svolgono, con il regime giuridico della struttura e cioè la natura del soggetto agente); Id., Disciplina dell'attività e disciplina delle figure soggettive (La normativa applicabile alle "società in house "), in AA.VV., Scritti in onore di Eugenio Picozza, Napoli, Esi, 2019, pp. 289 ss.; Id, La disciplina sulle società a partecipazione pubblica, in Giorn. dir. amm., 2017, p. 601 ss.; M.Dugato, Le società in-house, in Le imprese a

partecipazione pubblica, Milano, Giuffrè, 2018, p. 63 ss.; M.Cammelli, Concorrenza per il mercato e regolazione dei servizi nei sistemi locali, in E.Bruti Liberati, F.Donati, La regolazione dei servizi di interesse economico generale, Torino, 2010, p. 127 ss.; M. Cammelli, M. Dugato, Studi in tema di società a partecipazione pubblica, Torino, 2008; G.Piperata, Le società pubbliche al vaglio dell'Adunanza plenaria. Modelli societari e compiti pubblici: un connubio all'insegna dell'incertezza, in Giorn. dir. amm., 2008, p. 1126 ss.; F.Fimmanò, Le società pubbliche in house providing tra disciplina del soggetto e disciplina dell'attività, in Giust. civ., 2014, p. 1135 ss.; ora anche in AA.VV., Le società pubbliche, a cura di F.Fimmanò, R. Cantone, A. Catricalà, Napoli, Esi, 2020, p. 10 ss.; P. Rossi, Le "nuove" società in house nella riforma Madia, tra perdurante specialità e transizione al diritto comune, in <www.amministrazioneincammino.luiss.it>, 23 febbraio 2018; G.P.Cirillo, Modelli societari e organizzazione dei servizi pubblici, in Riv. it. dir. pubbl. comun., 2016, p. 1067 ss.; M.Cian, I requisiti qualificatori della società in house, in Giur. comm., 2019, p. 196 ss.; C. Volpe, La Corte di giustizia continua la rifinitura dell'in house providing. Ma il diritto interno va in controtendenza, in Urb. e appalti, 2010, p. 43; G. Grüner, Enti pubblici a struttura di S.p.A. Contributo allo studio delle società "legali" in mano pubblica di rilievo nazionale, Torino, 2009; M. Antonioli, Società a partecipazione pubblica e giurisdizione contabile, Milano, Giuffrè, 2008, p. 39 ss.; C.Ibba, Azioni ordinarie di responsabilità e azione di responsabilità amministrativa nelle società in mano pubblica. Il rilievo della disciplina privatistica, in Riv. dir. civ., 2006, I, p. 147; S. Corso, La responsabilità "societaria" ed amministrativa degli amministratori di società a prevalente partecipazione pubblica, Nota a lodo arbitrale (arbitro unico Cagnasso) 15 luglio 2008, in Riv. arbitrato, 2008, p. 573; G.Carullo, Riflessioni su alcune aperture del legislatore europeo in tema di in house, anche in prospettiva dei corrispondenti limiti nazionali per le società strumentali, in Riv. it. dir. pubbl. comun., 2014, 991 ss.; A. Romano Tassone, La società in house dall'"eccezionale eccezionalità" alla "anomala normalità", in Dir. e processo amm., 2014, p. 397 ss.; C. Volpe, Le nuove direttive sui contratti pubblici e l'in house providing: problemi vecchi e nuovi, in Aa.Vv., La nuova disciplina dei contratti pubblici tra esigenze di semplificazione, rilancio dell'economia e contrasto alla corruzione (Atti del convegno, Varenna, 17-19 settembre 2015), Milano, Giuffrè, 2016, p. 1168 ss.; F.G. Scoca, Fondamento storico ed ordinamento generale della giurisdizione della Corte dei conti nella materia della responsabilità amministrativa, in Aa.Vv., Responsabilità amministrativa e giurisdizione contabile (ad un decennio dalle riforme) (Atti del convegno, Varenna, 15-17 settembre 2005), Milano, Giuffrè, 2006, p. 72 ss.; G. Della Cananea, Responsabilità degli amministratori delle società pubbliche e regole di concorrenza, in Riv. dir. soc., 2007, p. 51 ss.; A. Zoppini, La società (a partecipazione) pubblica: verso una public corporate governance?, in Aa.Vv., L'Italia che cambia: dalla riforma dei contratti pubblici alla riforma della pubblica amministrazione (Atti del convegno, Varenna, 22-24 settembre 2016), Milano, Giuffrè, 2017; E. Scotti, Organizzazione pubblica e mercato: società miste, in house providing e partenariato pubblico privato, in Dir. amm., 2005, p. 915 ss.; F.G. Scoca, Il punto sulle c.d. società pubbliche, in Dir. economia, 2005, p. 239 ss.; F. Goisis, Società a partecipazione pubblica, in S. Cassese (diretto da), Dizionario di diritto pubblico, vol. VI, Milano, Giuffrè, 2006, p. 5600 ss.; G. Napolitano, Le società pubbliche fra vecchie e nuove regole, in Riv. soc., 2006, p. 999; R. Cavallo Perin, L'in house providing: un'impresa dimezzata, in Dir. amm., 2006, p. 51 ss.; D. Ponte, Società in house: affidamento, prevalenza dell'attività e scioglimento. I diversi modelli di in house nel codice dei contratti e nel t.u. delle società partecipate, in <www.giustamm.it>; F. Cerioni (a cura di), Le società pubbliche nel Testo unico, Milano, Giuffrè, 2017. Si vedano anche, se si vuole, M. Atelli, Società a partecipazione pubblica: miti e paradossi dell'affidamento in house dopo la sentenza n. 29 del 2006 della Corte costituzionale, in <www.astrid-online.it>, 2006, e, più di recente, Essere, non essere, apparire: l'in house providing fra modello organizzativo predicato e modello organizzativo praticato, in Rivista Corte dei conti, 2020, I, p. 3 ss., nonché, da ultimo, L'incidenza degli assetti statutari e normativi sull'in house providing alla luce delle tendenze pretorie eurounitarie e nazionali, in Rivista Corte dei conti, 2021, I, p. 27 ss.

nel nostro Paese in punto di vigilanza bancaria sugli intermediari finanziari<sup>2</sup>.

L'intendimento delle brevi considerazioni che seguono è quello di indagare i margini di conciliabilità fra i due termini della relazione sopra indicati, allo scopo di trarne indicazioni di anche maggior ampiezza muovendo, in particolare, dalla densa esperienza – giuridica e applicativa - delle c.d. finanziarie regionali<sup>3</sup>. Società, queste ultime, da tempo protagoniste dell'azione di attuazione delle politiche di sviluppo territoriale, e che tuttavia ancora oggi scontano contorni non sempre definiti

---

<sup>2</sup> Sugli intermediari finanziari e la funzione di vigilanza sugli stessi, si rinvia, fra gli altri, a F.Capriglione, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, p. 24 ss.; Id, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, tomo I, p. 99 ss.; R.Costi, *Sulla disciplina degli intermediari finanziari non bancari*, in *Il diritto dell'economia*, 1988, pp. 85-97; Id, *Verso un diritto comune degli intermediari finanziari non bancari?*, in *L'attività parabancaria: esperienze e prospettive*, a cura di Restuccia, Milano, 1987, p. 6 ss.; M.Nigro, *Intermediari finanziari: problemi e prospettivi di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. red.*, I, 1988, p. 489 ss.; Id, *Le ragioni del controllo degli intermediari finanziari*, in *Il riciclaggio del denaro nella legislazione civile e penale*, a cura di Corvese e Santoro, Milano, 1996, p. 538 ss.; F.Pugliese, *Liberalizzazione dell'attività bancaria e controllo pubblico*, in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini*, vol. II, Milano, 1988, p. 512 ss; A.Ferrari, *Gli intermediari finanziari non bancari*, Milano, 1981; AA.VV., *Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari plurifunzionali: le esigenze di regolamentazione prudenziale*, in *Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia*, 1989, n. 113; S.Cotterli, *La disciplina degli intermediari finanziari nella legge 197 del 5 luglio 1991*, in *Banca RA, Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 217 ss.; AA.VV., *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, Napoli, 1998; V.Allegri, *L'attività d'intermediazione finanziaria e la sua disciplina*, in AA.VV., *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Bologna, 2000, I, p. 3 ss.; L.Criscuolo, *Gli intermediari finanziari non bancari*, Bari, 2003, p. 13; U.Belviso, *Gli intermediari finanziari residuali (tra storia e nomenclatura)*, in AA.VV., *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Belli ed altri, Bologna, 2003, II, p. 1793; F.Merusi, *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, in *Banca e borsa*, 1989, p. 177; M.Sepe, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 107 ss.; A.Antonucci, *Commento sub art. 106 T.U.B.*, in AA.VV., *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Bologna, 2003, vol. II. p. 1809 ss.; P.Troiano, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano, I soggetti operanti nel settore finanziario*, *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, II, p. 587 ss.

<sup>3</sup> Conservano forte attualità, sul tema, gli scritti di A.Predieri, *Le società finanziarie regionali*, Milano, Giuffrè, 1972 e Id, in *Aa. Vv. , Finanziarie Regionali. Il sostegno alle attività economiche locali e la gestione dei fondi speciali*, Atti del Convegno organizzato dalla S.F.I.R.S. e dalla Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Cagliari, Milano, 1981, p. 380 ss.. Per ulteriori approfondimenti, *Aa. Vv., Le Finanziarie Regionali. Strumenti di finanza pubblica per l'intervento sul territorio*, Terzo Osservatorio a cura di M. Riva, Rimini, Maggioli Editore 2012; A. Nardi, *Le società finanziarie regionali*, Centro di ricerca e documentazione Luigi Einaudi, Torino, 1972; *Aa. Vv., Le Finanziarie Regionali. Strumenti di finanza pubblica per l'intervento su territorio*, a cura di M. Giorgino, Milano, 2008.

riguardo, per quanto qui interessa, al livello possibile di ingerenza del decisore politico nella gestione, considerato, fra l'altro, che nella stessa genesi di ciascuna ricorre, di regola, un apposito atto legislativo regionale<sup>4</sup>.

Si tratta, per vero, di dubbi così consistenti che conducono talora le corti giudicanti a mettere in discussione, apertamente, taluni approdi argomentativi che nella prassi applicativa si danno forse per molta parte per già acquisiti. Da qui, l'esigenza di un approfondimento, per meglio comprendere - con riferimento all'ambito qui specificamente considerato - se e fino a che punto possa esservi coincidenza reale tra forma e sostanza.

2. Ai fini dell'approfondimento di cui in premessa, appare utile prendere le mosse dalla circostanza dell'avvenuta importazione nel nostro sistema, sotto l'influenza soprattutto di quello nordamericano, di modelli di corporate governance che si contraddistinguono per la presenza, accanto agli amministratori esecutivi, di amministratori non esecutivi. Nell'ambito di questo modello, oggi cogente non solo per le società con titoli quotati nei mercati regolamentati e per quelle che adottino, per ciò che riguarda l'organo di gestione, il modello monistico (art. 2409 septiesdecies), ma anche per il segmento più specifico degli intermediari finanziari, si è progressivamente imposta una tassonomia un po' aliena dalla tradizione societaria italiana, che tende a dare un certo spazio, con particolare riferimento alla figura dell'amministratore, all'attributo dell' "indipendenza"<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Cfr. Cons. Stato, Sez. I, n. 1389/2019, ad avviso del quale la disciplina sulle società in house appartiene alla potestà esclusiva del legislatore nazionale, trattandosi di materia attinente alla concorrenza, sicché *"non v'è spazio per la legislazione regionale"*. V. però anche Cons. Stato, sez. I, parere n. 2583/2018. In materia, in termini più ampi e generali, v. per tutti M.Dugato, Potestà legislativa regionale e disciplina civilistica delle società, in *Dir. amm.*, 1995, p. 415 ss.

<sup>5</sup> Per vero, è da dire che l'art. 2387 c.c. rimette allo statuto sociale delle società di diritto comune (e quindi diverse da quelle nelle quali tali requisiti siano previsti per legge, quali società quotate e intermediari finanziari) di stabilire se introdurre speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza per assumere la carica di amministratore. Si amplia, per tal via, l'area di possibile rilevanza dell'indipendenza dell'amministratore (v. S.Rossi, V.Di Cataldo, Osservazioni in tema di

A seconda degli ambiti, questa tendenza oscilla fra una soglia minima, che investe una parte degli amministratori, e una soglia massima, che li investe tutti.

In particolare, onde assicurare la sana e prudente gestione di intermediari finanziari e società finanziarie capogruppo di gruppi finanziari, gli artt. 26 e 62 TUB (richiamati dall'art. 110 TUB), prevedono che i soggetti (c.d. esponenti aziendali) che presso di essi svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo debbano possedere requisiti non solo di professionalità e di onorabilità, ma anche di indipendenza<sup>6</sup>.

L'odierno art. 110 TUB, infatti, tende *in parte qua* ad allineare il quadro regolatorio valevole per gli intermediari finanziari a quello proprio delle banche, con il solo temperamento della clausola di compatibilità.

L'individuazione dei requisiti e delle cause di sospensione dalla carica è, a legislazione vigente, demandata a un regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, e la normativa di settore intesta un ruolo essenziale all'organo amministrativo dell'intermediario ai fini della verifica della sussistenza di tali requisiti: esso assume infatti la responsabilità per l'accertamento dei requisiti e la completezza probatoria della documentazione a supporto delle valutazioni effettuate e, infine, dichiara la decadenza dalla carica nel caso di assenza dei

---

revoca per giusta causa degli amministratori di società di capitali, in Giur. Comm, I, 2022, p. 540-541), atteso che se da un lato ai soci è riconosciuta la facoltà di revocare l'amministratore la cui onorabilità, professionalità o indipendenza siano compromesse da fatti sopravvenuti, dall'altro non si esclude che tali fatti possano altresì essere considerati giusta causa di revoca laddove - considerata ogni circostanza, e i canoni di inerenza, ragionevolezza e proporzionalità - siano in grado di compromettere la fiducia dei soci nel loro amministratore.

<sup>6</sup> Come specificato da Banca d'Italia con Circolare n. 288 del 3 aprile 2015, "i requisiti in capo ai componenti degli organi del sistema monistico e dualistico vengono individuati, per analogia di funzione, secondo quanto disposto dall'art. 1, commi 3-bis e 3-ter TUB. In particolare, se non diversamente disposto le norme del TUB che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all'organo amministrativo e agli amministratori si applicano anche al consiglio di gestione ad ai suoi componenti; le norme che fanno riferimento al collegio sindacale, ai sindaci ed all'organo che svolge la funzione di controllo si applicano anche al consiglio di sorveglianza ad al comitato per il controllo sulla gestione e ai loro componenti."

requisiti prescritti<sup>7</sup>.

Adottata con DM 23.11.2020, n. 169 (Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti)<sup>8</sup>, la relativa disciplina non si è – per quanto qui interessa – limitata a inquadrare l'attributo della indipendenza<sup>9</sup> fra i requisiti in senso proprio.

Detto DM ha infatti altresì puntualizzato, all'art. 15, comma 1, che <<*Tutti gli esponenti agiscono con piena indipendenza di giudizio e consapevolezza dei doveri e dei diritti inerenti all'incarico, nell'interesse della sana e prudente gestione della banca e nel rispetto della legge e di ogni altra norma applicabile.*>><sup>10</sup>. Facendo in tal modo dell'indipendenza anche metro di condotta da osservare nell'espletamento dell'incarico, e non semplicemente requisito richiesto a pena di decadenza (inteso come condizioni oggettivizzate e sussistenti o rinvenibili all'atto dell'assunzione del mandato o nel corso del suo svolgimento).

Così tratteggiato dalla normativa di settore, questo canone

---

<sup>7</sup> Con l'art. 33 della l. 7 luglio 2009, n. 88 (“Legge comunitaria 2008”) è stata conferita delega al Governo per l’attuazione della direttiva 2008/48/ CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e per introdurre una serie di modifiche ed integrazioni alla disciplina relativa ai soggetti operanti nel settore finanziario di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (di seguito anche “t.u.b.”), ai mediatori creditizi ed agli agenti in attività finanziaria. (d.lgs. n. 141 del 13 agosto 2010, di seguito anche “Decreto”). Il Decreto è stato poi oggetto di modifiche ad opera del d.lgs. n. 218 del 14 dicembre 2010.

<sup>8</sup> Si vedano, in materia, anche le *Disposizioni di vigilanza in materia di procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, dettate da Banca d'Italia il 5.5.2021.

<sup>9</sup> Sul requisito dell'indipendenza, in termini generali, cfr. TAR Lazio, sez. I, sent. 5 marzo 2012, n. 2223.

<sup>10</sup> Sin da subito, è apparso evidente che il dovere di agire con piena indipendenza di giudizio è cosa ben diversa dal requisito di indipendenza, ponendosi come paradigma di esplicazione della funzione aziendale, mentre il requisito attiene, piuttosto, all'assenza di situazioni tali da comprometterne l'equidistanza. In tema, si rimanda per tutti a R.Lener e A.Di Ciommo, *Esponenti aziendali: indipendenza e indipendenza di giudizio*, in <dirittobancario.it>..

comportamentale<sup>11</sup> per gli esponenti aziendali dei soggetti iscritti all'elenco di cui all'art. 106 TUB<sup>12</sup>, è da dire che, per la dottrina<sup>13</sup>, l'indipendenza di giudizio (al pari della consapevolezza dei doveri) rientra fra le "clausole generali" che tendono, per certi versi, a specificare il precetto generale dell'agire informato, di cui all'art. 2381, c. 6, c.c. In altri termini, l'indipendenza di giudizio dell'esponente andrebbe intesa come il paradigma cui è ancorata la garanzia che l'azione gestoria o di controllo di quest'ultimo si informi a criteri riconducibili alla sana e prudente gestione.

Nel quadro del DM 23.11.2020, n. 169, l'indipendenza come oggettivizzato requisito soggettivo del singolo e l'indipendenza come canone comportamentale per l'intera categoria degli esponenti aziendali, se danno l'impressione di porsi su piani differenti, sottintendono tuttavia una differenza più apparente che reale.

Intanto, perfino l'eventuale riscontrata insussistenza di tutte le situazioni che escludono (in base al quadro regolatorio di riferimento) il possesso del richiesto requisito di indipendenza non prova senz'altro una effettiva indipendenza dell'interessato, perché essa va valutata e, perciò, verificata, nel concreto (comunque, ex post). Allo scopo, l'organo competente, in sede di prima riunione (momento nel quale va operata la verifica riguardo a tutti i requisiti dalla normativa di settore), sarà tenuto a scrutinare l'indipendenza "oggettiva" dell'esponente, operando una <<valutazione, per dir così, "predittiva" di quel che potrebbe essere il

---

<sup>11</sup> Per R.Lener e A.Di Ciommo, cit., <<un conto sarà l'indipendenza "oggettiva" dell'esponente in veste di membro indipendente, un conto, come si vedrà, sarà il suo "agire indipendente".>>. Ancor più esplicitamente, secondo gli A., "l'indipendenza di giudizio (recte, l'agire con indipendenza di giudizio) viene configurata dall'art. 15 D.M. 169/2020 come un obbligo degli esponenti aziendali e, al contempo, quale presidio a tutela della sana e prudente gestione dell'ente."

<sup>12</sup> Con specifico riguardo all'art. 106 TUB, si rinvia per ogni approfondimento agli scritti di M.Cera, Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria, in Giur.comm., 1995, I, p. 214 ss.; C.Clemente, Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, a cura di G. Capriglione, sub art. 106, p. 542 ss.; P.G.Marchetti-S. Fortunato, Gli intermediari finanziari non bancari in AA.VV., Diritto della banca e del mercato finanziario, Bologna, 2000, p. 11ss.; A.Antonucci, Gli intermediari finanziari residuali dalla legge antiriciclaggio al testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, in Rass. Ec., 1994, p. 248 ss.; P.Troiano, cit., p. 587 ss.; G.Rotondo, Commento all'art. 106, in Testo unico bancario. Commentario, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, p. 587.

<sup>13</sup> R.Lener e A.Di Ciommo, cit.

*suo concreto “agire” e, perciò, il modo in cui l’esponente partecipando alle delibere, potrebbe influenzarne il processo formativo.>><sup>14</sup>.*

Chiaramente, questa valutazione predittiva - come tutti i giudizi prognostici - può essere completamente smentita dall'evidenza successiva dei fatti. Anche in caso di rilevata completa assenza delle fattispecie sintomatiche indicate nel DM 23.11.2020, n. 169, l'indipendenza del singolo esponente aziendale potrà dunque dirsi - all'esito della valutazione predittiva rimessa all'organo competente, in sede di prima riunione - non più che possibile, senza poter attingere neppure il superiore livello della “probabilità”.

Concettualmente, la differenza tra il requisito (statico) dell'indipendenza e il canone comportamentale (dinamico) dell'indipendenza emerge, e può dunque cogliersi, nel fatto che, mentre il primo, se riscontrato in un dato istante, fa (soltanto) presumere l'indipendenza, il secondo, invece, si pone come termine di comparazione effettiva dell'agere quotidiano in costanza di mandato<sup>15</sup>. Rilevante sul piano della ricostruzione dogmatica, questa differenza si stempera fortemente, come detto, sul piano concreto.

Se, infatti, anche in caso di esito positivo della valutazione prognostica richiesta all'organo competente - all'esito di uno scrutinio, a inizio mandato - non si può trarre altro che la previsione della semplice possibilità di un certo (futuro)

---

<sup>14</sup> Così, R.Lener e A.Di Ciommo, cit.

Conferma della conclusione riportata nel testo si può trarre, per vero, dall'art. 15, comma 5, del DM, che onera gli “organi competenti” dell'ulteriore compito di eseguire un “monitoraggio” costante dell'indipendenza di giudizio delle figure di cui si discorre: anche dopo la nomina (e, dunque, dopo la prima valutazione), gli “organi competenti, [...] alla luce del comportamento [...] tenuto in concreto [dall'esponente] nello svolgimento dell'incarico”, devono verificare l'efficacia dei presidi nonché delle eventuali “ulteriori e più efficaci misure” adottate per preservare l'indipendenza di giudizio dell'esponente.

<sup>15</sup> Cfr. PG.Marchetti, L'indipendenza degli amministratori, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Quad. Assogestioni, 2006, p. 18, che lamenta un deficit di discolorure sugli esiti della periodica verifica dei requisiti di indipendenza.

modo di agire<sup>16</sup>, ciò che davvero conta, sul piano sistemico, è se l'esponente aziendale sia riuscito ad operare, in corso di mandato, in modo effettivamente indipendente, anche al di là alle specifiche situazioni cui è collegata, dal DM 23.11.2020, n. 169, la presunzione relativa di indipendenza intesa come requisito. Ma questo, ovviamente, è possibile stabilirlo solo ex post (se non, addirittura, a mandato concluso), in forza e alla luce del canone comportamentale, la cui portata travalica quindi, anche logicamente, quella del corrispondente requisito (inteso nei termini qui precisati).

Assumendo come dato fermo tutto ciò, va aggiunto che, mentre il requisito di indipendenza - ai sensi dell'art. 13, comma 1, D.M. 169/2020 - si applica solo nei confronti di quegli esponenti che, per legge o regolamento, debbono sedere nell'organo amministrativo in veste, appunto, di indipendenti<sup>17</sup>, diverso è, invece,

---

<sup>16</sup> In tal senso, anche P.Ferro-Luzzi, *Indipendente...da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 209, per il quale la semplice non ricorrenza in punto di fatto delle specifiche fattispecie indicate ex lege come espressive di un conflitto di interessi riesce a far solo presumere una condizione personale di indipendenza (che, in base al Codice di autodisciplina, per l'Autore tende a declinarsi come "indipendenza di giudizio"), non anche a darne una piena e definitiva dimostrazione. Occorre allo scopo, ad avviso di Ferro-Luzzi, anche un quid aggiuntivo di segno (all'opposto) positivo, vale a dire "un elemento che consenta di affermare che il soggetto è effettivamente capace, in principio, ed effettivamente motivato, in fatto, a dire no se in base alla sua esperienza è necessario".

<sup>17</sup> Sulla figura degli amministratori indipendenti, la letteratura è molto ampia: *ex multis*, G.Ferrarini, Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, Quaderni Assogestioni, cit., p. 35; PG. Marchetti, L'indipendenza degli amministratori, cit., p. 17 ss.; F.Bonelli, Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società, Milano, 2004, p. 270 ss.; M.Belcredi, Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni, in *Riv. soc.*, 2005, 860; G.Ferrarini e P.Giudici, La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance, in *Riv. soc.*, 2006, p. 589 ss.; G.Olivieri, amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio, in *Analisi giur. economia*, 2006, p. 27 ss.; M.Ventoruzzo, La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni, in *Riv. soc.*, 2007, p. 235 ss.; A. Pisani Massamormile, Appunti sugli amministratori indipendenti, in *Riv. soc.*, 2008, p. 238 ss.; R.Rordorf, Gli amministratori indipendenti, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 145 ss.; U.Tombari, Verso uno statuto speciale degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. 303/2006 e sulle modifiche al regolamento Consob in materia di emittenti), in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, p. 51 ss.; M.Stella Richter, Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana, in *Banca impr. società*, 2005, p. 172 ss.; D. Regoli, Gli amministratori indipendenti, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, p. 387 ss.; Id, Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione, in P. Abbadessa (a cura di),

per l'indipendenza di giudizio, in quanto, appunto, canone comportamentale ricondotto al principio di sana e prudente gestione. In difetto di specifiche regolatorie a valenza limitante, esso finisce, infatti, con l'applicarsi a tutti i componenti l'organo gestorio<sup>18</sup>, il che tuttavia apre a scenari, anche di ricostruzione dogmatica, nei quali la sovrapposizione di piani distinti e la commistione di categorie concettuali che vorrebbero (senza appieno riuscirci) restare diverse e distanti, può verosimilmente condurre a esiti confusi e incerti<sup>19</sup>.

---

Dialogo sul sistema dei controlli, cit., p. 68 ss.; E.Rimini, Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamentazione Consob in materia di operazioni con parti correlate, in Giur. comm., 2009, I, p. 595; Id., La remunerazione degli amministratori indipendenti: prime osservazioni e qualche suggerimento operativo, in Aa.Vv., Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2011, p. 506, nt 22; N. Salanitro, Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti, in Banca, Borsa, Titoli di Credito, I, 2008, p. 3 ss.; R.Sacchi, Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato, in Giur. comm., 2008, II, p. 385 ss.

<sup>18</sup> R.Lener e A.Di Ciommo, cit.

<sup>19</sup> L'impostazione non è dunque coincidente con quella ritraibile dall'art. 147-ter, comma 4 del TUF, laddove, con la riforma del risparmio, *"in un'ottica di rafforzamento dei controlli societari, si è introdotta per le società quotate nel Testo Unico della Finanza la figura, mutuata dall'autodisciplina, dell'amministratore indipendente con un ruolo di vigilanza sugli amministratori esecutivi e di prevenzione dei conflitti d'interesse"*. Per definire gli amministratori indipendenti, l'art. 147-ter del TUF rinvia ai requisiti previsti per i sindaci dall'art. 148, comma 3, del TUF il quale come noto dispone che *"Non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio: a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 del codice civile; b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza"*.

In questo contesto, *<<un amministratore indipendente si contraddistingue per la sua autonomia di giudizio nei confronti degli amministratori esecutivi e per l'assenza di coinvolgimento nella gestione della società>>*, e la sua presenza assume un significato che è ben scolpito nella Raccomandazione della Commissione europea 15 febbraio 2005 *"sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza"*, dove si afferma che *<<nel consiglio di una quotata vi sia un numero adeguato di amministratori non esecutivi indipendenti "in maniera da garantire che eventuali conflitti di interessi rilevanti che coinvolgano degli amministratori siano affrontati correttamente"*.

A questi effetti, *<<L'indipendenza è considerata come "autonomia di giudizio che attribuisce a chi la possiede la capacità di esprimere valutazioni critiche non condizionate da vincoli e legami" ed è un concetto "eminentemente relativo" che deve sussistere rispetto a chi esercita "effettivamente il comando" sulla società : ossia rispetto al management e, nelle società a proprietà concentrata,*

Da qui, il possibile ulteriore ampliarsi del tema, che - in quanto aspetto laterale rispetto al fulcro delle brevi considerazioni qui esposte – ci si limita a riassumere in questa sede con una semplice domanda: per le società iscritte nell'elenco di cui all'art. 106 TUB, vi è uno spazio di possibile coesistenza, con riguardo a una quota dei componenti dello stesso organo collegiale (in specie, quella parte di esponenti aziendali che non si limiti a sedere nel Cda, per il diritto comune o in base alla disciplina propria delle quotate o degli intermediari finanziari, in veste, appunto, di indipendenti, ma che – per il solo fatto di rivestire, in ogni caso, la qualità di membro dell'organo gestorio – è anche gravato, al pari degli altri, ex art. 106 TUB, dal canone comportamentale di che trattasi) di due diverse ma cumulative forme, entrambe necessarie (seppur a diverso titolo), di indipendenza di giudizio<sup>20</sup>?

Rinviato ad altra occasione l'approfondimento sul punto, resta in ogni caso ancora un pò sfuggente – per quanto qui, più limitatamente, interessa - *l'ubi consistam* di questo dovere di condotta. In proposito, soccorrono, almeno in parte, gli Orientamenti Congiunti dell'EBA e dell'ESMA n. ABE/GL/2017/12 del 21 marzo 2018, i quali definiscono l'indipendenza di giudizio come un «requisito di idoneità» dell'esponente che consente a questi, in buona sostanza, di dimostrare la sua capacità *“di agire con onestà, integrità e indipendenza di giudizio per valutare e contestare efficacemente le decisioni dell'organo di gestione con funzione di gestione e le altre decisioni di gestione pertinenti, se del caso, e per sorvegliare e*

---

*rispetto al socio o i soci di controllo»* (così, Comunicazione Consob n. DEM/10046789 del 20.5.2010).

<sup>20</sup> Muovendo dal pregnante ragionamento svolto da P.Ferro-Luzzi, cit., p. 208, se la nota distintiva dell'amministratore indipendente sta nel profilo di un componente l'organo gestorio che, in ragione essenzialmente del valore aggiunto reputazionale che gli venga dalla sua storia personale, abbia la capacità di dare tempestivamente un segnale di *alert*, di fronte ad un problema, sollevandolo nelle sedi proprie, indipendentemente dagli interessi specifici coinvolti, appare in effetti arduo stabilire in cosa potrebbe riuscire a differenziarsi un altro componente del medesimo organo gestorio che, nel presupposto della sua non qualificabilità come indipendente nel senso appena detto, si comporti ciononostante, e altrimenti, “da indipendente”.

*monitorare efficacemente le procedure decisionali”.*

*I medesimi Orientamenti precisano altresì che “agire con ‘indipendenza di giudizio’ è un modello di condotta, mostrato in particolare durante le discussioni e le procedure decisionali nell’ambito dell’organo di gestione, ed è richiesto a ogni membro dell’organo di gestione, indipendentemente dal fatto che il membro è ritenuto ‘indipendente’ o meno. Tutti i membri dell’organo di gestione dovrebbero impegnarsi attivamente nello svolgere i propri compiti e dovrebbero essere in grado di adottare decisioni e giudizi ragionevoli, oggettivi e indipendenti nell’esercizio delle proprie funzioni e responsabilità”.*

L'impressione è che gli Orientamenti tendano per vero a sposare essenzialmente lo schema dell'indipendenza di giudizio quale canone di condotta, anche se con qualche incertezza ed esitazione concettuale, come si evince, esemplificativamente, nel passaggio in cui si puntualizza che *“Il fatto che un membro è considerato ‘indipendente’ non significa che il membro dell’organo di gestione dovrebbe essere automaticamente considerato ‘indipendente di giudizio’, giacché il membro potrebbe non disporre delle competenze comportamentali richieste”*, tra le quali:

- *“coraggio, convinzione e forza per valutare e contestare efficacemente le decisioni avanzate da altri membri dell’organo di gestione”;*
- *“essere in grado di porre domande ai membri dell’organo di gestione con funzione di gestione”;*
- *“essere in grado di resistere alla ‘mentalità di gruppo”*.

Dando precedenza alla sostanza delle cose, se ne trae per vero la sensazione che l'indipendenza di giudizio sia, al fondo, uno stato personale declinato in senso dinamico, o se si preferisce una condizione di spirito<sup>21</sup>, che deve dare contenuto

---

<sup>21</sup> Cfr. R.Rordorf, cit. p. 154, dove l’A. afferma che l’indipendenza, come attributo dell’amministratore di società, <<può essere definita come autonomia di giudizio, che attribuisce a chi la possiede la capacità di esprimere valutazioni critiche non condizionate da vincoli o legami di rilievo.>>.

sostanziale a una forma astratta di paradigma comportamentale<sup>22</sup>. Ne consegue che non soltanto potrebbe esservi, come detto, un'esponente aziendale che, sebbene in possesso del requisito formale dell'indipendenza, agisca invece (sul piano comportamentale) senza effettiva indipendenza di giudizio, ma potrebbe anche darsi il caso di un'esponente aziendale sprovvisto del requisito dell'indipendenza che, ciononostante, si comporti con reale indipendenza di giudizio<sup>23</sup>.

Per quanto qui specificamente interessa, ad ogni modo, tanto nel caso in cui l'indipendenza si atteggi a requisito quanto nell'ipotesi in cui rilevi invece come canone comportamentale, per gli esponenti aziendali delle società iscritte nell'elenco di cui all'art. 106 TUB l'attributo dell'indipendenza non è direttamente condizionato dal congegno attraverso l'esplicazione del quale ha luogo il conferimento del mandato da svolgere all'insegna dell'attributo dell'indipendenza. Detto altrimenti, le caratteristiche intrinseche del meccanismo di conferimento del mandato di amministratore non ipotecano programmaticamente il suo comportamento attuativo, ovvero, per così dire, l'essere e l'agire indipendente dell'amministratore. Che - elevati dal quadro regolatorio di settore a obiettivi necessari di sistema - dipendono, il primo, dal ricorrere o meno di condizioni personali oggettivizzate, e, il secondo, essenzialmente dal libero (e concreto) autodeterminarsi del singolo.

Ai fini che qui interessano, per gli esponenti aziendali dei soggetti iscritti nell'elenco di cui all'art. 106 TUB a fronte del dovere di essere indipendenti e di comportarsi da indipendenti<sup>24</sup> appare configurabile anche un corrispondente diritto

---

<sup>22</sup> Cfr. M. Stella Richter jr, Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, in *Quad. Assogestioni*, 2016, p. 12 e G.Ferrarini, *Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent directors*, ivi, p. 35, laddove l'Autore afferma che gli amministratori indipendenti, nel quadro dei moderni sistemi di corporate governance orientati alla sorveglianza sugli amministratori esecutivi, sono stati scelti, nel tempo, "per qualità professionali e autonomia".

<sup>23</sup> Cfr. P.Ferro-Luzzi, cit., p. 209.

<sup>24</sup> R.Lener e A.Di Ciommo, cit.

di operare all'insegna dell'attributo dell'indipendenza. Non soltanto rispetto ad ogni istanza portatrice di un interesse contrario a quello della società, ma, anche, nei confronti dei soggetti che abbiano avuto un peso determinante nella scelta dell'esponente (e che, in ragione di ciò, è verosimile conservino – anche a nomina effettuata - una possibilità, quanto meno in astratto, di influenza, per suo tramite, sulla gestione).

3. Fissati questi punti, occorre ora verificare - avendo riguardo alla indipendenza di giudizio quale previsto canone comportamentale per gli esponenti aziendali dei soggetti iscritti all'elenco di cui all'articolo 106 TUB - se esso possa conciliarsi con l'essenza stessa del controllo analogo (nei suoi riflessi sulla effettiva capacità di autodeterminazione degli amministratori della partecipata), quale fattore indispensabile ai fini della stessa configurabilità dell'in house providing.

Il tema ha ragione di porsi, in particolare, alla luce di due recenti arresti delle giurisdizioni superiori, legate dal minimo comune denominatore del tema, in ambo i casi afferenti la giurisdizione di danno della Corte dei conti sugli amministratori delle finanziarie regionali.

Nell'importante ordinanza 1° ottobre 2021, n. 26738, le Sezioni unite della Corte di Cassazione hanno infatti osservato, fra l'altro, che ai fini della sottrazione alla soggezione della giurisdizione contabile (invocata, nel caso di specie, da una finanziaria regionale in asserito assetto "in house") *<<nessun rilievo può assumere, in contrario, la circostanza, fatta valere dalla ricorrente, che la società abbia ottenuto, ai sensi dell'art. 106 del d.lgs. n. 385 del 1993, l'iscrizione nell'albo degli intermediari finanziari autorizzati, necessaria per l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti. Tale iscrizione risulta infatti collegata alla natura dell'attività svolta dalla società, il cui esercizio, riservato dalla legge agli intermediari in possesso dell'autorizzazione prescritta dall'art. 107 del*

*d.lgs. n. 385 cit., è subordinato alla verifica dei requisiti previsti da tale disposizione, tra i quali non è affatto compresa la sottrazione dell'intermediario al controllo di altri soggetti, ma esclusivamente l'insussistenza di legami suscettibili di ostacolare l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza da parte della Banca d'Italia (cfr. Cass., Sez. un., 20.2.2020, n. 4316).>>.*

In forza di questa premessa, con detta ordinanza si è ammessa una soggezione della società *de qua* alla giurisdizione della Corte dei conti – in quanto società in house – che implica, a ben vedere, una forte svalutazione di quella densa relazione di controllo analogo che è, per così dire, consustanziale al modello dell'in house providing<sup>25</sup>. E' solo a questo prezzo, infatti, che è possibile addivenire alla conciliabilità fra statuto giuridico (come tratteggiato dal diritto vivente), dell'in house providing, e, allo stesso tempo, iscrizione della persona giuridica a forma societaria nell'elenco degli intermediari finanziari autorizzati di cui all'art. 106 del d.lgs. n. 385 del 1993.

Va notato, sul punto, che nell'argomentare delle SSUU si assume non a caso a riferimento una nozione neutrale di controllo (anziché quella tipica dell'in house providing), riconducibile alle forme ordinarie previste e regolate dal diritto comune

---

<sup>25</sup> <<Ai fini della configurabilità del controllo analogo, sono state altresì evidenziate l'attribuzione alla Regione del potere di adottare provvedimenti di annullamento, revoca, riesame, ritiro ed in generale provvedimenti di secondo grado rispetto a quelli della società e del potere di riservare a sé in ogni momento l'adozione del provvedimento finale, nonché l'imposizione a carico della società di obblighi di rendicontazione periodica, giustificati anche dalla provenienza quasi esclusivamente regionale delle risorse con cui opera la società e dall'assunzione da parte della Regione degli oneri economici collegati ad eventuali insolvenze dei beneficiari delle sovvenzioni concesse. È sulla base di tali disposizioni, nonché di quelle contenute nello statuto sociale, che la giurisprudenza contabile ha potuto concludere che, nello svolgimento dell'attività di finanza agevolata, che rappresenta la percentuale nettamente maggioritaria del suo ambito di azione, la Finpiemonte non dispone di autonomia gestionale, aggiungendo inoltre che, sebbene la sua attività consista nella prestazione di servizi di tipo finanziario, essa non possiede le caratteristiche proprie dell'intermediario finanziario, sia per il fatto di non sopportare i rischi economici della propria attività, sia per il fatto di non operare liberamente sul mercato ed in favore di un pubblico indifferenziato.>>: così, SS.UU., ord. 1° ottobre 2021, n. 26738.

in ambito societario<sup>26</sup>.

E' da dire che il tema della soggezione (o meno) degli amministratori delle finanziarie regionali al giudizio di responsabilità dinanzi alla Corte dei conti viene da più lontano, atteso che già in precedenza la magistratura contabile, con sentenza 19.12.2018, n. 428, aveva precisato che la natura di intermediario finanziario rivestita per anni da una finanziaria regionale non valesse di per sé a escludere l'indirizzamento all'ente di riferimento della parte più significativa della propria attività, con l'effetto dell'insussistenza di impedimenti al radicamento del giudizio per danno erariale (in tal senso, ancor prima, la sentenza della Sezione giurisdizionale regionale per la Calabria, n. 196 del 5.9.2016, confermata con sentenza della Sezione I centrale, n. 352 del 20.9.2017).

Più esattamente, con la sent. n. 428/2018 è stato affermato che *<<il fatto che la società sia .... iscritta, dal 2011, all'Albo degli intermediari finanziari, ai sensi dell'art. 106 del T.U.B., è circostanza neutra, ben potendo essere, l'attività di intermediazione finanziaria, esercitata nell'ambito di progetti e programmi miranti a realizzare finalità istituzionali della Regione.>>*.

Tuttavia, in senso contrario alla qualificabilità come intermediario finanziario delle finanziarie regionali, le SS.RR della magistratura contabile<sup>27</sup> – muovendo dalle innumerevoli indicazioni desumibili dalla regolamentazione normativa, statutaria e convenzionale cui al tempo risultava assoggettata, in particolare, la Finpiemonte s.p.a. – hanno affermato, nel 2020, che, in applicazione delle previsioni contenute nel SEC2010 detta società finanziaria da un lato difettava dell'autonomia gestionale necessaria al fine di assumere lo status di unità istituzionale, essendo la sua operatività (in termini di destinatari, strumenti, ambiti territoriali e condizioni)

---

<sup>26</sup> Cfr. Cons. Stato, V, 13 marzo 2014 n. 1181, che richiama giurisprudenza precedente, nel senso che “il controllo analogo è un controllo non di matrice civilistica, assimilabile al controllo esercitato da un maggioranza assembleare, bensì è un controllo di tipo amministrativo, paragonabile ad un controllo di tipo gerarchico.”

<sup>27</sup> SS.RR., in speciale composizione, sent. n. 46/2020.

totalmente definita dalla Regione Piemonte e, dall'altro lato, pur svolgendo servizi di tipo finanziario, non poteva tuttavia corrispondere alle caratteristiche dell'intermediario finanziario per il fatto di non sopportare i rischi insiti nell'assunzione di passività e/o nell'acquisizione di attività, essendo le prime (le passività) costituite in nettissima prevalenza (viste le esposizioni in bilancio) da risorse di provenienza regionale (liquidità derivante dalla gestione dei fondi regionali) e da un prestito BEI (autorizzato e garantito dalla Regione), ed essendo le seconde (acquisizioni di attività, quali le assunzioni di partecipazioni e le concessioni di taluni finanziamenti) caratterizzate da operatività non libera nel mercato e non rivolta al wider public descritto dal SEC2010 come "numerioso, eterogeneo e liberamente definibile".

In buona sostanza, sebbene la sua attività consistesse nella prestazione di servizi di tipo finanziario, per le SSRR la Finpiemonte non possedeva le caratteristiche proprie dell'intermediario finanziario, non soltanto per il fatto di non sopportare i rischi economici della propria attività, ma anche in forza della circostanza di non operare liberamente sul mercato ed in favore di un pubblico indifferenziato.

Tali conclusioni, a distanza di pochi mesi, sono state in parte condivise dalle SS.UU. della Corte di Cassazione, con la citata ordinanza 1° ottobre 2021, n. 26738, che - sulla scorta della disciplina legislativa e statutaria della (medesima) società - confermandone lo stabile inserimento nell'organizzazione amministrativa della Regione e degli altri enti partecipanti, quale strumento esecutivo delle funzioni dagli stessi svolte in materia di programmazione e sviluppo economico territoriale, hanno infine concluso (non solo) nel senso della qualificazione della Finpiemonte come società in house (ma anche per la conciliabilità fra questa peculiare condizione e quella di intermediario finanziario).

Questo, l'incedere delle corti giudicanti. Che consente di ritrarne, per vero,

una doppia prospettiva di lettura.

Per un verso, muovendo da posizioni iniziali inclini a postulare la neutralità (rispetto al modello pubblicistico dell'autoproduzione) della qualificazione come intermediario finanziario iscritto nell'elenco di cui all'articolo 106 TUB, la giurisprudenza, tutta, si è ben guardata dal mettere in discussione – alla luce degli indicatori regolatori (anche di matrice convenzionale) di riferimento - la configurabilità di queste società secondo lo schema dell'in house providing. Piuttosto, e con una certa convergente nettezza di posizioni, le stesse corti giudicanti sono arrivate a concludere che è semmai la connotazione come intermediario finanziario iscritto nell'elenco anzidetto a entrare in crisi di fronte ad alcuni indici, essenzialmente di ordine quantitativo - afferenti, come detto, al tipo e al volume delle risorse impiegate nell'attività prevalente e al principale destinatario di quest'ultima - che contraddistinguono l'assetto delle società rientranti nell'ambito di quello schema.

E' rimasto invece al di fuori del ragionamento, tanto nel caso delle SSRR quanto in quello delle SSUU, il punto della conciliabilità - per ragioni, all'opposto, di ordine qualitativo (come tali, estranee agli indici anzidetti) - fra il modello dell'in house providing e la condizione di intermediario finanziario iscritto nell'elenco ex art. 106 TUB della società interessata.

4. Tutto ciò considerato, occorre a questo punto porsi alcuni interrogativi necessari anche per meglio individuare un itinerario metodologico in grado di orientare utilmente l'indagine tematica qui sinteticamente tracciata e brevemente sviluppata.

In sintesi:

- 1) se, per il tipo di attività che sono destinate a svolgere, le finanziarie regionali debbono necessariamente risultare iscritte nell'elenco di cui all'articolo 106

- del TUB, possono inverare, al contempo, lo schema della società in house?;
- 2) specularmente, una finanziaria regionale che fosse incontrovertibilmente qualificabile come società in house potrebbe integrare, al contempo, la fattispecie tipizzata dell'intermediario finanziario iscritto nell'elenco di cui all'art. 106 TUB?;
  - 3) infine, per sciogliere i nodi di cui ai primi due quesiti (o, se si preferisce, del medesimo quesito considerato però da due diverse angolature), è appropriato guardare con preferenza agli indici, essenzialmente di ordine quantitativo (afferenti, si ribadisce, al tipo e al volume delle risorse impiegate nell'attività, ad una certa data, prevalente, e al principale destinatario, in un dato momento, di quest'ultima) che possono variabilmente, tempo per tempo, contraddistinguere lo schema dell'in house providing, o non è piuttosto il caso di andare oltre, volgendo lo sguardo verso indicatori di carattere invece strutturale (come tali, di ordine qualitativo)?

A ben vedere, sebbene gli indici di carattere quantitativo possano talora risultare da soli sufficienti ad escludere la qualificabilità come intermediario finanziario nei termini anzidetti di una società che sia, per il suo assetto complessivo, incontrovertibilmente in house, è da dire che essi non hanno però eguale forza escludente rispetto agli indicatori di carattere, viceversa, strutturale (vale a dire, qualitativo).

Nella prospettiva indagatoria qui coltivata, che focalizza l'attenzione sul paradigma comportamentale della indipendenza di giudizio, l'immanente non autosufficienza delle determinazioni volitive degli amministratori della società in house rappresenta un fattore di sensibile maggior valenza, ai fini della esclusione della possibilità di qualificazione della medesima società come intermediario finanziario iscritto nell'elenco di cui all'art. 106 TUB, rispetto a quanto possa esserlo, ad esempio, il non operare sul mercato in favore di un pubblico

indifferenziato. Mentre, infatti, quest'ultima situazione sconta margini di ovviabilità, per così dire, nella pratica applicativa (ancorché in disallineamento rispetto alle regole d'ingaggio predeterminate, in conformità alle quali detta società – per restare fedele allo schema dell'in house - dovrebbe concretamente operare), l'ineffettività strutturale delle decisioni del Cda tipica della società in house - in quanto sempre dipendenti (in varia forma) da una conforme volontà dell'ente pubblico socio - non contempla alternative praticabili (sempre in disallineamento) neppure in via di mero fatto.

Spostare dunque il ragionamento, per quanto qui interessa, dagli indici di carattere quantitativo a quelli di carattere qualitativo, vale a mettere meglio a fuoco i limiti di conciliabilità fra lo schema tipizzato dell'intermediario finanziario iscritto nell'elenco ex art. 106 TUB, da un lato, e quello proprio delle società in house, dall'altro lato.

Se è vero, come è vero, che le società in house si distinguono per il controllo analogo che su di esse esercita l'ente pubblico socio<sup>28</sup>, comportante un sostanziale azzeramento dell'autonomia decisoria degli amministratori<sup>29</sup> (cui è interdetto di

---

<sup>28</sup> A conferma del fatto che il modello dell'in house providing non rappresenta un'autonoma tipologia societaria, bensì un peculiare statuto regolatorio delle condizioni di esercizio di date attività (che supera, anzi "scardina" alcuni meccanismi tipici del diritto comune delle società – su questo, si deve convenire con C.Ibba, Responsabilità erariale e società in house, in *Giur. comm.*, 2014, II, p. 15 - senza tuttavia mutare la natura giuridica della persona giuridica), sta il progressivo sviluppo di congegni, sempre endosocietari (seppure preordinati all'esercizio di un controllo amministrativo: v. Cons. Stato, V, 13 marzo 2014 n. 1181, cit.), finalizzati all'esercizio del controllo analogo: in tema, si v. M. Libertini, *Le società di autoproduzione in mano pubblica: controllo analogo, destinazione prevalente dell'attività ed autonomia statutaria. Un aggiornamento a seguito dell'art. 4 del d.l. 13 agosto 2011, n. 138, convertito con legge 14 settembre 2011, n. 148*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 199 ss.; Id., *Le società di autoproduzione in mano pubblica: controllo analogo, destinazione prevalente dell'attività ed autonomia statutaria*, in <www.federalismi.it>, 19 aprile 2010; C. Ibba, *Società in house: nozione e rilevanza applicativa*, in *Munus*, 2015, p. 5 ss.; F. Guerrera, *Autoregolamentazione e organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 589 ss.; S. Fantini, *Sub art. 16*, in G. Morbidelli (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, p. 371 ss.; F.Cuccu, *Interferenze eterodosse della politica e "controllo analogo" nelle società pubbliche*, in <www.Federalismi.it>, 2019, 21, p. 8.

<sup>29</sup> F. Guerrera, *Autonomia statutaria e tipologia delle società in house*, in *Giust. civ.*, 2015, 775, si deve parlare di «*totale cancellazione del principio di competenza gestionale "esclusiva" dell'organo amministrativo sancita dall'art. 2380-bis c.c. (peraltro già fortemente compressa nelle*

opporre perfino un motivato dissenso rispetto alle indicazioni che gli vengono “dall’alto”), questo stato di cose è evidentemente del tutto inconciliabile con l’indipendenza di giudizio che invece è richiesta, quale indefettibile canone comportamentale, agli esponenti aziendali (a iniziare dagli amministratori) delle società iscritte nell’elenco di cui al citato articolo 106<sup>30</sup>.

Detto altrimenti, il modello della società in house è per certi versi la negazione stessa di quella indipendenza di giudizio che deve invece essere tratto distintivo, per la normativa di settore vigente, degli amministratori delle società che, per svolgere la propria attività, devono risultare iscritte all’elenco di cui sopra. E che, per riflesso, deve essere necessariamente parte del set di elementi sui quali, ai fini dell’iscrizione nell’elenco o del permanere della stessa, viene esplicitata la funzione di vigilanza prudenziale affidata dalla legge alle autorità di controllo competenti.

Più esattamente, non è che nella società in house l’indipendenza di giudizio degli amministratori sia a rischio. E', piuttosto, che non deve e non può esservi proprio, quale riflesso della programmatica assenza di autonomia gestionale degli

---

*società “di gruppo”, secondo il diritto comune), cioè nella privazione della sua autonomia e indipendenza, al di sopra del livello della c.d. gestione corrente, nel rapporto con l’ente socio-affidante». Si v. anche E.Codazzi, L’ingerenza nella gestione delle società di capitali tra “atti” e “attività”, Profili in tema di responsabilità, Milano, 2012, spec. pp. 39 ss. e 147 ss.*

<sup>30</sup>E' come se, in qualche modo, nella normativa di settore si cercasse di elaborare un riflesso soggettivo di quella indipendenza oggettivizzata nei caratteri di potere neutrale dell’Autorità di vigilanza cui è demandato di assicurare la sana e prudente gestione di banche ed intermediari finanziari. In tal senso, anche l’indipendenza di giudizio dell’esponente aziendale tende ad atteggiarsi - secondo un orientamento da considerare ormai prevalente riguardo alle Authorities - come “non dipendenza da altri poteri”, a sua volta presupposto di interventi nei quali “sia necessario evitare che si possano sviluppare relazioni tali da incidere sull’esercizio della funzione di un soggetto, in qualche modo condizionandola” (cfr. C.Franchini, *Le autorità indipendenti come figure organizzative nuove*, in AA.VV., *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, p. 69; per ulteriori approfondimenti, dello stesso A., si v. *Le autorità amministrative indipendenti*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1988, p. 575 ss.; sul tema generale, v. anche G. Amato, *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in Rivista trim. dir. pubblico, 1997, 3, pp. 645 ss.; A. Predieri, *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze 1997; F. Merusi, *Democrazia e autorità indipendenti: un romanzo quasi giallo*, Bologna 2000, e, da ultimo, S.Foà, *La tendenziale indipendenza delle autorità di regolazione rispetto al Governo*, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it), n. 28/2020, p. 77).

amministratori<sup>31</sup>. A chi gestisce la società in house, è richiesto solo di essere (*rectius*, di rendersi) fedele e acritico esecutore del volere dell'ente socio<sup>32</sup>, perfino per quanto riguarda l'ordinaria amministrazione<sup>33</sup>.

La situazione è, in buona sostanza, diversa financo da quella (riassunta nell'icastica formula nominalistica del c.d. *spoil system*) in cui all'autorità pubblica titolare del potere di nomina è consentito, per i ruoli apicali, di scegliere persone di cui si conosca (o almeno si preveda) l'adesione<sup>34</sup> all'orientamento politico del nominante (e si formino, quindi, conseguenti aspettative di ordine comportamentale). Nelle società in house, infatti, abbiamo ben più che un'aspettativa "rafforzata" di adesione del nominato (ché l'adesione è, a ben vedere, pur sempre scelta), bensì soggezione strutturale degli amministratori espressione del socio in house all'altrui volere (vale a dire, al volere di quest'ultimo).

Mentre, infatti, nei casi in cui opera la disciplina dello *spoil system* il

---

<sup>31</sup> Per Cons. Stato, sez. III, sent. 27.4.2015, n. 2154, laddove l'ente pubblico socio non disponga di un potere di veto che possa essere esercitato in via preventiva, e il dissenso manifestato non abbia carattere vincolante sull'operato del Cda, non può dirsi esistente un legame interno particolare tra l'amministrazione aggiudicatrice e l'entità affidataria, e non è dunque ravvisabile <<il motivo che giustifica il riconoscimento dell'eccezione per quanto concerne gli affidamenti "in house" (Corte giustizia UE, sez. V, 08/05/2014, n. 15).>>.

<sup>32</sup> V. Consiglio di Stato, sez. III, 25 febbraio 2020, n. 1385, ad avviso del quale "non è (...) erroneo sostenere che la società in house non abbia un organo amministrativo autonomo".

<sup>33</sup> Per Cons. Stato, V, 13 marzo 2014 n. 1181, ai fini del controllo analogo è essenziale un controllo al tempo stesso sugli organi, e quindi strutturale, e sugli atti, ovvero sulle azioni e sui comportamenti (in tal senso, già Consiglio di Stato, sez. V, sent. 6 maggio 2002, n. 2418): "sugli organi nel senso che l'ente locale deve avere il potere di nomina e revoca quanto meno della maggioranza dei componenti degli organi di gestione, di amministrazione e di controllo; sulla gestione nella misura in cui l'ente affidante, oltre al potere di direttiva e di indirizzo, deve avere anche il potere di autorizzare o di annullare quantomeno tutti gli atti più significativi della società, come il bilancio, i contratti che superino una certa soglia ed in generale gli atti più qualificanti della gestione che non si risolvano in meri atti ordinari e burocratici (cfr. Consiglio di Stato, sez. VI, sent. 11 febbraio 2013, n. 762)". In ultimo, il punto è confermato anche da TAR Abruzzo-L'Aquila, sez. I, sent. 17.3.2022, n. 92: per un primo commento, si v., se si vuole, M. Atelli, "Controllo analogo" insussistente se il Cda resta autonomo sulle questioni importanti, anche se di ordinaria amministrazione, in *Diritto e pratica amministrativa*, 2022, 1, p. 43 ss.

<sup>34</sup> Su questa adesione, si v. per tutti S. Cassese, Il rapporto tra politica e amministrazione e la disciplina della dirigenza, in *Lavoro nelle p.a.*, fasc.2, 2003, p. 236.

nominato conserva il potere di determinarsi autonomamente (restando naturalmente esposto, per conseguenza, alla possibilità di legittima revoca da parte del nominante<sup>35</sup>), nel caso più specifico degli amministratori della società in house la capacità di incidenza di una loro eventuale determinazione volitiva in direzione contraria alla volontà del socio manca in radice, perché gli effetti della relativa volizione (pur quando essa, sul piano empirico, vi sia, e possa risultare espressione di un'indipendenza di giudizio tale perfino da esporre gli interessati, in aggiunta all'ineffettività del loro deliberato, alla facoltà di revoca del socio pubblico<sup>36</sup>) restano strutturalmente condizionati alla concordanza o conferma da parte

---

<sup>35</sup> Si v. Corte di Cassazione, SS.UU., sent. 18.6.2019 n. 16335, in Giur. Comm., 2020, II, p. 1358 ss. (con nota di A.Santoni, Revoca degli amministratori di società per azioni pubblica e spoils system), che – nel ravvisare nell'art. 50, commi 8 e 9, TUEL il fondamento normativo per una piena libertà di revoca degli amministratori delle partecipate in genere - motiva questa conclusione in ragione dell'argomento per cui a deporre in tal senso sta, anzitutto, *“la necessità di connotare di una propria, autonoma rilevanza le norme di cui si discute, che risulterebbero inutiliter datae qualora anche la potestà del Sindaco di revoca e di nomina degli amministratori, da esercitare entro il breve termine di 45 giorni dall'insediamento, dovesse essere sorretta da una motivazione atta a giustificarla: per un verso è infatti evidente che, in caso di inadempimento, o di inesatto adempimento, degli amministratori al mandato loro conferito, il provvedimento di revoca potrebbe parimenti essere adottato dall'ente comunale – socio, secondo le previste regole statutarie e assembleari, prima dell'ordinaria scadenza dell'incarico; per altro verso, non è seriamente ipotizzabile che, nel brevissimo arco temporale a disposizione del Sindaco, questi sia in grado non solo di verificare la professionalità tecnica degli amministratori in carica, ma persino di prevederne la futura incapacità gestionale.”*.

In senso opposto (“non può escludersi che il cambio degli amministratori societari, se ripetuto ogni qual volta si registri un mutamento politico nella maggioranza dei singoli Comuni partecipanti, possa compromettere il proficuo svolgimento dell'attività societaria, anche in questo caso con potenziali riflessi sfavorevoli sui bilanci dei soci.”), Corte dei conti, sez. controllo Umbria, parere n. 75/2019/PAR.

Per la dottrina, si v. F.Cossu, Alcune considerazioni sul sistema di amministrazione e controllo delle società pubbliche, in Rivista Corte dei conti, 2020, I, p. 70 ss.

<sup>36</sup> Sebbene in questi casi non autosufficiente sul piano effettuale, la volizione degli amministratori, qualora riflettesse un marcato o comunque deliberato discostarsi dall'orientamento manifesto del socio pubblico, potrebbe occasionare l'esercizio da parte di quest'ultimo del potere di revoca, per le ragioni e nell'ampiezza riconosciutagli dal diritto vivente (Corte di Cassazione, SS.UU., sent. 18.6.2019 n. 16335, cit.). Ineffettività della volizione e revoca dell'amministratore si pongono infatti, nelle società in house, su piani distinti, fermo restando che la seconda – all'interno di un rapporto contraddistinto all'evidenza da speciale fiduciarità – potrebbe in concreto dipendere anche dal contenuto della prima (ovviamente, a condizione che essa resti inefficace, cioè in assenza di concordanza a posteriori del socio pubblico affidante).

dell'ente socio medesimo<sup>37</sup>.

Tratto distintivo dell'in house providing – a pena della sua stessa inconfigurabilità - è infatti come noto rappresentato dalla eterodirezione, nell'ambito della relazione fra partecipata ed ente pubblico o enti pubblici soci. Eterodirezione, questa, la cui essenza è ben scolpita, nell'ambito del diritto pretorio interno, nel noto passaggio della sentenza n. 26283/2013 delle SSUU in cui con parole incisive si è presa una posizione chiara e netta<sup>38</sup>, con riferimento al modulo

---

<sup>37</sup> Corte cost., sent. n. 50/2013, ha puntualizzato che “*la Corte di giustizia dell’Unione europea ha affermato che sul soggetto concessionario deve essere esercitato «un controllo che consente all’autorità pubblica concedente di influenzarne le decisioni. Deve trattarsi di una possibilità di influenza determinante sia sugli obiettivi strategici che sulle decisioni importanti» (sentenza 13 ottobre 2005, in causa C-458/03, Parking Brixen). Ciò non significa che siano annullati tutti i poteri gestionali dell’affidatario in house, ma che la «possibilità di influenza determinante» è incompatibile con il rispetto dell’autonomia gestionale, senza distinguere – in coerenza con la giurisprudenza comunitaria – tra decisioni importanti e ordinaria amministrazione.*”.

<sup>38</sup> A questo specifico riguardo, è ben nota la diversità di punto di vista fra buona parte della dottrina (fra gli altri, M.Libertini, cit., p. 211 ss. e spec. 220 ss.; C.Ibba, Responsabilità erariale e società in house, cit., p. 15 ss.; F.Fimmanò, Le società pubbliche in house providing tra disciplina del soggetto e disciplina dell’attività, cit., p. 1135 ss., e M.Clarich, Le società partecipate dallo Stato e dagli enti locali fra diritto pubblico e diritto privato, in *Le società a partecipazione pubblica*, a cura di F.Guerrera, Torino, 2010, p. 2, nt. 1) e della giurisprudenza (non solo di legittimità: *ex multis*, SSUU, sent. 25.11.2013, n. 26283 e, dopo l’entrata in vigore del d.lgs. n. 175/2016, SSUU, ord. 27.12.2017, n. 30978; Cons. Stato, V, 13.3.2014 n. 1181; Cons. Stato, sez. VI, sent. 11.2.2013, n. 762; Cons. Stato, sez. III, sent. 27.4.2015, n. 2154, e TAR Abruzzo-L’aquila, sez. I, sent. 17.3.2022, n. 92), e tuttavia è difficile trattenersi dall’osservare che si tratta di una contrapposizione che vede fronteggiarsi essenzialmente due distinti sistemi valoriali, in una dialettica fra distinte posizioni di principio. L’impressione, per vero, è che spingere sul piano interpretativo in una direzione o nell’altra sia, nel caso di specie, esercizio di poco costruito.

Nelle società dove si è scelto il modello dell’in house providing, con affidamento diretto di un servizio pubblico, fintanto che quest’ultimo resta efficace (cfr. Corte di giustizia, sentenza C-719/2020 del 12 maggio 2022) lo schema di governance previsto dal diritto comune per le società di capitali ne esce scardinato, in particolare per ciò che attiene ai principi fondanti dell’assetto gestorio tipico del diritto azionario (a iniziare dall’art. 2380-bis, attributivo della gestione dell’impresa sociale esclusivamente agli amministratori). L’eccezione – alla regola della gara - che il diritto Ue si è dapprima autoimposto in via pretoria e ha poi normativizzato nelle direttive comunitarie di settore, in tanto si autolegittima sul piano ordinamentale (e può perdurare, in fatto, nelle singole situazioni concrete) in quanto l’autonomia decisionale degli amministratori sia effettivamente condizionata (*rectius*, compromessa, rispetto a quanto previsto dal citato art. 2380-bis) dal volere del socio pubblico affidante.

Ne risulta, da ciò, non già un tipo nuovo di società (il che sarebbe approdo concettuale ultroneo rispetto alle necessità del diritto UE), ma certamente un’alterazione molto importante – sinché, si ripete, le condizioni per l’affidamento diretto perdurano, nei singoli casi – del congegno decisionale tipico del diritto comune. Di questo, la giurisprudenza di legittimità più sensibile ha preso pragmaticamente atto, con il pregio (al netto di alcuni saliscendi che hanno avuto più l’effetto di

della società in house, sulla posizione strutturale di “*subordinazione dei suoi gestori all’ente pubblico partecipante, nel quadro di un rapporto gerarchico che non lascia spazio a possibili aree di autonomia e di eventuale motivato dissenso*”<sup>39</sup>.

---

rendere meno percepita la cosa, piuttosto che di ridurne nella sostanza la portata) di una prosa di speciale chiarezza. Tanto più necessaria in casi come questo, in cui il tema che si pone è quello di scolpire i contorni di una eccezione che, si può discuterne ampiamente, diventa anche, per certi versi, anomalia.

Unendo con una linea ideale i punti rappresentati, per ciò che attiene al formante giurisprudenziale (parte integrante ed essenziale del diritto vivente), dalle fondamentali decisioni delle SSUU, 25 novembre 2013, n. 26283 e 18.6.2019 n. 16335, quella alterazione esce rafforzata, nel quadro di una solare (per la sua estrema evidenza) funzionalizzazione, in senso pubblicistico, della stessa figura dell’amministratore delle società (perfino se non) affidatarie dirette, prima ancora che dei suoi poteri. Sinché l’affidamento diretto perdura, nei singoli casi, lo scardinamento dell’assetto gestorio tipico del diritto azionario rende ibrido e anfibio il funzionamento delle società volta per volta interessate. Certamente, compendiando le norme di interesse rinvenibili nel quadro regolatorio vigente, gli approdi della dottrina e gli arresti più significativi della giurisprudenza di legittimità, il quadro che complessivamente ne risulta non è privo di elementi di incertezza e contraddizione (tanto da spingere C.Ibba, op. ult. cit., pag. 16, a osservare che “adottata questa prospettiva, verrebbe quasi da chiedersi perché gli amministratori debbano essere chiamati a rispondere di danni arrecati dai loro superiori gerarchici con decisioni che essi possono, in ipotesi, solamente eseguire”). Altrettanto certamente, è tuttavia arduo sottacere la valenza del diritto positivo (ad iniziare dall’art. 50, comma 8, TUEL) che depone in senso opposto all’idea che quell’alterazione poggi le proprie basi solo su fattori extranormativi.

Ma l'estrema nettezza di alcune posizioni giurisprudenziali e - più di recente - soprattutto l'importante decisione delle SSUU 18.6.2019 n. 16335, spingono con ragionevolezza a superare il piano della contrapposizione fra sistemi valoriali per condurre alla conclusione – mai valevole a senso unico – che quando lo Stato si avvale dello strumento societario sceglie di assoggettarsi alla legge della stessa società per assicurare alla propria gestione maggiore snellezza di forme e nuove possibilità realizzatrici, ma lo fa, naturalmente, nei limiti in cui ritiene di farlo, anche nelle logiche di appartenenza al sistema eurounitario.

Il tema è infinitamente ricco e denso, e implica alcuni corollari. Limiti di spazio impediscono di indugiare maggiormente in questa sede, ma va detto che, com’è ovvio, ogni impostazione incline a riconoscere che nelle società con affidamento diretto (dove è, quindi, praticato l’in house providing), l’autonomia decisionale degli amministratori in rapporto al socio pubblico affidante sia sostanzialmente azzerata, dovrà per immediata conseguenza – alla luce di SSUU, 18.6.2019 n. 16335, anche chi scrive è pronto a farlo - riconoscere che questo comporta, con specifico riguardo ai medesimi amministratori (diversamente dai loro danti causa), anche, fra l’altro, il sostanziale svuotamento della previsione di cui all’articolo 12 d.lgs. n. 175/2016 (c.d. TUSP).

<sup>39</sup> Si tratta di un fenomeno di eterodirezione che in parte ha punti di contatto, e in parte invece si differenzia nettamente, dalla peculiare fattispecie relativa all’amministrazione di società soggetta a direzione e coordinamento di altra società o ente normativizzata dagli artt. 2497 ss. (in tema, v. fra gli altri F.Vessia, Società in house providing e miste e responsabilità da direzione e coordinamento, in Riv. soc., 2012, p. 643 ss).

Fermo restando che l’eterodirezione societaria è fenomeno da tempo consolidato, con pieno diritto di cittadinanza ordinamentale, attenta dottrina (P.Montalenti, Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi, in

Muovendo da questo assunto per tornare al punto iniziale, come può, allora, un modello (quello dell'in house providing) che non lascia spazio a possibili aree di autonomia e di eventuale motivato dissenso da parte dei componenti l'organo gestorio, conciliarsi - nello specifico caso delle società iscritte nell'elenco di cui

---

Riv. soc., 2007, p. 334) dà dell'attività di direzione e coordinamento un'accezione forte, che supera la piena autonomia di gestione degli amministratori della società eterodiretta, comprimendone la libertà decisionale. Con la conseguenza che, laddove l'amministratore della società eterodiretta disattendesse le (legittime) indicazioni di gestione della controllante la società potrebbe fondatamente revocargli l'incarico, non tanto in quanto fatto idoneo a compromettere il rapporto fiduciario tra amministratore e società, quanto per la violazione di un dovere che deriva da un rapporto speciale che intercorre tra l'amministratore della società eterodiretta e il socio di controllo di quest'ultima, i cui effetti sulla governance del gruppo sono riconosciuti e regolati dal diritto comune delle società (S.Rossi e V.Di Cataldo, Osservazioni in tema di revoca per giusta causa degli amministratori di società di capitali, cit., p. 543).

Rispetto a questa impostazione, l'esperienza dell'in house mostra evidenti punti di contatto nella parte in cui - deve ritenersi - se il diritto vivente (Corte di Cassazione, SS.UU., sent. 18.6.2019 n. 16335, cit.) consente ampia facoltà di revoca al socio pubblico delle partecipate ove ricorra un fatto idoneo a compromettere (per così dire, semplicemente) il rapporto fiduciario tra amministratore e società, ove, invece, si tratti, in particolare, di società in house, sembra parimenti configurabile la violazione di un dovere derivante da un rapporto speciale intercorrente tra l'amministratore della società eterodiretta e il socio di controllo di quest'ultima, i cui effetti sulla governance sono riconosciuti e regolati dal diritto (stavolta) speciale delle società. Agli effetti della revoca, detto altrimenti, tanto nella società in house (s'intende, ogniqualvolta gli amministratori si discostassero in modo marcato dall'orientamento manifesto del socio pubblico, e la loro volizione rimanesse inefficace, per assenza di concordanza o conferma a posteriori del socio pubblico affidante) quanto nella fattispecie regolata dagli artt. 2497 ss., vengono ad evidenza quel dovere e quel rapporto speciale, affondanti le loro radici nel controllo analogo e, rispettivamente, nel potere di direzione e coordinamento (in quanto entrambi ordinamentalmente legittimati, seppur in modo diverso).

Per contro, dallo schema dell'amministrazione di società soggetta a direzione e coordinamento di altra società o ente ai sensi degli artt. 2497 ss. l'in house si distingue in modo netto per la decisiva circostanza che, come già detto, ai (diversi) fini della effettività delle volizioni degli amministratori, queste ultime restano improduttive se e fino a quando non sopravvenga un atto di concordanza o conferma a posteriori del socio pubblico affidante. In questo caso, il congegno è più stringente, perché organizzato e preordinato per assicurare una programmatica soggezione della governance al modello dichiaratamente prescelto (e, deve quindi ritenersi, accettato dagli amministratori): in tal senso, v. V.Donativi, Ancora sul riparto di giurisdizione nei giudizi di responsabilità contro amministratori e dipendenti di società pubbliche (nota a Cass., Sezioni unite, 15 maggio 2017, n. 11983), in *Giur. comm.*, 2018, II, , p. 698, nt. 19.

Provando a rimettere a sistema il piano dei punti di contatto in tema di revoca con quello delle più evidenti differenze dal punto di vista dell'effettività del deliberato degli amministratori, con una metafora penalistica si potrebbe riassumere quanto detto osservando che, ai fini della possibilità di legittima revoca degli amministratori, laddove ricorra "solamente" lo schema dell'amministrazione di società soggetta a direzione e coordinamento di altra società o ente ai sensi degli artt. 2497 ss. sarà necessaria la consumazione, per così dire, dell'illecito (civile), mentre, ove si tratti invece di in house providing, sarà sufficiente il semplice tentativo (attraverso, quindi, la volizione destinata a restare inefficace).

all'art. 106 TUB - con il necessario canone comportamentale dell'indipendenza di giudizio dei corrispondenti esponenti aziendali?

Semplicemente, non si concilia.

Del resto, a ben vedere, il combinato disposto del requisito della indipendenza, per un verso, e del canone comportamentale della indipendenza, per altro verso, è funzionale alla prevenzione - non solo in astratto, ma anche in concreto - del rischio di conflitto di interessi. Sennonché, quel conflitto di interessi che in materia di società iscritte nell'elenco di cui all'articolo 106 TUB è considerato ex lege cosa da evitare, nel caso invece delle società in house rappresenta obiettivo, per così dire, laicamente liceizzato. Non solo voluto, ma anche dichiarato.

A ben vedere, il modello stesso della società in house è, in sé, conflitto di interessi<sup>40</sup> (in un certo senso, perfino sublimato<sup>41</sup>). Un conflitto, questo, per un verso depersonalizzato, e per l'altro, di riflesso, istituzionalizzato<sup>42</sup>. I suoi amministratori, infatti, non solo non debbono tutelare l'interesse della società anche rispetto agli eventuali interessi confliggenti degli azionisti, ma (nel presupposto - manifesto, per le società in house - della non terzietà dell'interesse della società rispetto a quello del socio pubblico affidante<sup>43</sup>) devono, in un certo

---

<sup>40</sup> Per AGCM (AS468, del 04/08/2008), "i casi in cui è consentito evitare il ricorso alla gara sono da interpretarsi in senso restrittivo anche in ragione della situazione di conflitto d'interesse che tale modalità di affidamento determina in capo agli enti pubblici locali, i quali risultano essere al contempo affidatari del servizio, azionisti e amministratori della società di gestione di servizi, nonché componenti degli organismi chiamati a vigilare e disciplinare la medesima."

<sup>41</sup> Cff. R. Ursi, Anatomia di un ossimoro: in house providing e concorrenza nei servizi pubblici locali (Nota a Autorità garante della concorrenza e del mercato, segnalazione 28 dicembre 2006 n. AS375), in *Il Foro it.*, 2007, fasc. 4, p. 227-232.

<sup>42</sup> Da questo punto di vista, la formula dell'in house providing si appalesa quale eccezione alla regola per cui, in ambito societario, la categoria del conflitto di interessi assume rilievo sempre in rapporto ad una singola operazione, piuttosto che all'attività in sé: sul punto, P.Ferro-Luzzi, cit., p. 206. Cfr. anche F.Denoza, L' «amministratore di minoranza» e i suoi critici, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Quaderni Assogestioni, cit., p. 21, nt. 1.

<sup>43</sup> Il sostanziale azzeramento della autonomia decisionale degli amministratori è corollario naturale (e necessario) - ai fini dell'affidamento del servizio - della scelta, a monte, del modello dell'in house providing. Conseguentemente, questo effetto deve ritenersi si produca soltanto con riferimento al socio pubblico affidante (nel caso in cui vi fossero soci diversi da questo, all'interno della relativa compagine), ed esclusivamente con riferimento alle decisioni afferenti alla gestione dello specifico

senso, fare esattamente l'opposto, incarnando il congegno funzionale al completo asservimento della partecipata<sup>44</sup>.

Premesso che, sul piano generale, l'evidenza dei fatti tende a dare ragione a quella dottrina<sup>45</sup> che ritiene inconfigurabile – in materia di *corporate governance* - una nozione unitaria di indipendenza<sup>46</sup>, su quello più specifico del tema qui trattato

---

servizio affidato in via diretta (ove a detta società, ne fossero affidati, in qualunque modo, anche altri). Su questi profili, si veda, se si vuole, il mio L'in house parziale, in Gazzetta forense, 2022, p. 265 ss.

<sup>44</sup> L'affermazione, rilevabile in SS.UU., ord. n. 26738/2021, cit., secondo la quale l'art. 5, comma quinto, del d.lgs. n. 50 del 2016, richiamato dall'art. 2, lett. d), del d.lgs. n. 175 ai fini della definizione della nozione di controllo congiunto, si limita a subordinarne la configurabilità a tre condizioni, ivi compresa la circostanza che le amministrazioni controllanti “non siano titolari d'interessi contrari a quelli perseguiti” dalla partecipata, va, piuttosto, intesa nel senso – sostanzialmente, rovesciato - che quest'ultima non può perseguirne di diversi da quelli che le amministrazioni controllanti – nel quadro di quelle consentite dalla legge ai fini della funzionalizzazione all'interesse o scopo pubblico di cui queste ultime sono portatrici (in tal senso da ultimo, perfino per le partecipazioni di minoranza, Corte cost. sent. n. 201/2022) - le impongono, in concreto, di perseguire (v. anche Cass., SSUU., ord. n. 30978/2017, cit., ove si afferma che l'ammessa azione di responsabilità esperibile dalle procure erariali si fonda sull'avere – i destinatari della stessa - compromesso la ragione stessa della partecipazione sociale dell'ente pubblico, strumentale al perseguimento di finalità pubbliche).

<sup>45</sup> M.Stella Richter, cit., p. 12.

<sup>46</sup> La non univocità del concetto di indipendenza nell'ambito delle società di diritto comune e di quelle operanti nei mercati regolamentati, tende financo ad ampliarsi se da questo ambito si passa a quello, molto variegato, delle società a partecipazione pubblica.

Riguardo a queste ultime, per vero, il tema della indipendenza dei componenti il Cda ha trovato un punto significativo (seppur molto peculiare) di emersione nella vicenda – che ha interessato la RAI - nota come “caso Petroni” (dal nome del consigliere che l'azionista MEF tentò, senza successo, di revocare, in nome di un asserito sopravvenuto venir meno del rapporto fiduciario).

Riferita ad una fattispecie particolarissima come quella di RAI Spa (RAI (cfr. Cass., SS.UU., ord., 22 dicembre 2009, n. 27092, in Giur. cost., 2010, 4036 ss. con nota di A.Pace, La Corte di Cassazione ignora la storia, disapplica la legge e qualifica la RAI ente pubblico; ma si v. anche C.Ibba, Responsabilità erariale e società in house, cit., p. 14), la categoria concettuale dell'indipendenza dell'amministratore trovò congruo spazio nella decisione con cui la Corte costituzionale (sent. n. 69 del 2009, in [www.giurcost.it](http://www.giurcost.it), con nota di C.Caruso, Il caso Petroni davanti alla Corte, ovvero della metamorfosi dell'atto politico; sulla vicenda, si veda anche E.Lehner, Il caso Petroni: luci ed ombre della sentenza n. 69 del 2009, in Giur. cost., fasc.2, 2009, pag. 646 ss.) pose fine alla querelle, osservando fra l'altro che “*La garanzia di indipendenza dei titolari di una carica, richiesta, a vario titolo, dalla Costituzione o dalla legge, esclude che possa esservi una perfetta simmetria tra potere di nomina e potere di revoca. Il primo obbedisce alla logica della scelta discrezionale delle persone ritenute più capaci e meglio in sintonia con il soggetto che nomina; il secondo implica un giudizio sull'operato del componente dell'organo, che non può essere lasciato – pena la perdita del minimo di tutela della sua indipendenza – alla libera e incontrollata decisione di chi lo ha nominato.*”

appaiono difettare le condizioni strutturali minime perché possa porsi, nel caso delle società *in house*, il tema dell'effettività (e prima ancora, del senso logico) del modello nordamericano di amministratore indipendente, inteso come figura deputata non soltanto, in prevalenza<sup>47</sup>, al monitoraggio dell'operato degli amministratori esecutivi ma perfino, in caso di operazioni in cui gli stessi versino in conflitto di interessi (paradigmaticamente, nelle situazioni di *management buy-out*), a negoziarle con le parti terze<sup>48</sup>. Probabilmente, anche perché siffatta figura ha mostrato – nell'esperienza nordamericana dalla quale, come detto, è stata importata nel nostro sistema di corporate governance<sup>49</sup> - di trovare il suo terreno elettivo nelle società ad azionariato diffuso, piuttosto che in quelle a proprietà concentrata (le quali, ferme restando tante altre differenze, denotano con evidenza maggiori affinità con l'impianto tipico dell'*in house providing*, quale sviluppatosi in ambiente UE).

---

*Nella fattispecie oggetto del presente giudizio, il filtro della deliberazione della Commissione parlamentare di vigilanza serve a contemperare il potere di revocare il soggetto nominato, che si giustifica per evitare che lo stesso divenga esente da responsabilità, con il necessario controllo da parte del Parlamento, che svolge il ruolo di massimo garante dell'adempimento, da parte dei membri del consiglio di amministrazione, dei doveri di obiettività ed imparzialità imposti dall'art. 21 Cost.*”.

Come appare evidente, l'indipendenza evocata dalla Corte costituzionale in questa decisione si pone a servizio e strumento non tanto di un interesse della società RAI distinto da quello dei suoi azionisti, ma di un valore costituzionale primario qual è quello, anzitutto, del pluralismo dell'informazione. Resta in ogni caso il fatto che il fattore dell'indipendenza di giudizio dei componenti il Cda di una società per azioni, lungi dal porsi come mezzo a presidio di interessi, pur quando rilevanti, di natura solamente privata (a iniziare da quello della società volta per volta interessata), è – come già per vero comprovato, a suo modo, dall'art. 15, comma 1, del DM 23.11.2020, n. 169 – atto a tutelare beni giuridici di rilievo pubblicistico, e, talora, perfino di rango costituzionale.

<sup>47</sup> Come ricorda G.Ferrarini, cit., p. 41, in quanto pur sempre amministratori, oltre ai compiti di monitoraggio e (quando occorra) negoziazione, gli “indipendenti” – nell'ambito del quadro regolatorio valevole, anche in Italia, per le società con titoli quotati – concorrono anche all'alta direzione dell'impresa sociale.

<sup>48</sup> G.Ferrarini, cit., p. 36.

<sup>49</sup> Dove nella tradizione societaria codicistica, per dirla con Rordorf (Gli amministratori indipendenti, cit., p. 144), <<al rapporto gestorio necessariamente inerisce un certo tipo di collegamento tra gestore e titolari dei beni gestiti, che stenta a coniugarsi con un concetto d'indipendenza inteso nella sua più forte ed ampia accezione. L'indipendenza perciò era ritenuta un requisito indispensabile per svolgere funzioni di controllo, come quelle riservate ai sindaci, ma non certo amministrative.>>.

Detto altrimenti, in uno schema societario nel quale gli amministratori espressione del socio pubblico che esercita il controllo analogo (di necessità, numericamente maggioritari) non hanno né devono avere reale autonomia decisionale, non v'è spazio né per amministratori autenticamente esecutivi (nel senso codicistico dell'espressione), né, di riflesso, per amministratori indipendenti che ne sorvegliano l'operato.

5. Dalle considerazioni che precedono, emerge in modo sufficientemente univoco la strutturale inconciliabilità fra il modello della società in house e almeno uno dei fattori che sul piano regolatorio condizionano, nel minimo, l'assunzione della qualità di esponente aziendale nell'ambito degli intermediari finanziari di cui all'articolo 106 TUB.

In particolare, la totale e strutturale soggezione degli amministratori della società in house alla volontà dell'ente socio affidante – che, secondo la giurisprudenza, non sarebbe limitata alle decisioni più importanti ma si estenderebbe perfino alla gestione corrente<sup>50</sup> - conduce infatti a escludere in essi la

---

<sup>50</sup> Da ultimo, TAR Abruzzo-L'Aquila, Sez. I, sent. 17.3.2022 n. 92, cit., che trae spunto dalla risalente ma importante vicenda che ha avuto al centro la previsione, contenuta nella L.R. n. 9/2011 (concernente l'assetto dell'ERSI), di cui all'art. 1, comma 16, ai sensi del quale “il controllo analogo è esercitato, nel rispetto dell'autonomia gestionale del soggetto gestore, attraverso parere obbligatorio sugli atti fondamentali del soggetto gestore in house.”.

Questa previsione, che all'epoca dei fatti tratteggiava a ben vedere un modello di controllo analogo, per così dire, “gentile” (rispettoso, cioè, dell'autonomia decisionale degli amministratori della partecipata), è stata tuttavia successivamente impugnata ad opera del Governo, e la Corte costituzionale, con la già citata sentenza n. 50 del 2013, ne ha dichiarato l'incostituzionalità per violazione dell'art. 117, primo comma, Cost., “sia per la previsione del rispetto dell'autonomia gestionale del soggetto affidatario in house, sia per la prescrizione di pareri obbligatori, ma non vincolanti, sugli atti fondamentali del soggetto gestore”.

Ad avviso del giudice delle leggi, in buona sostanza, un controllo analogo “gentile”, nel senso anzidetto, non è vero controllo analogo.

La Consulta ebbe infatti nell'occasione a chiarire che, secondo la giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea, il cd. “controllo analogo” deve consentire all'autorità pubblica concedente di influenzare le decisioni sul soggetto concessionario. Deve trattarsi di una possibilità di influenza determinante sia sugli obiettivi strategici che sulle decisioni importanti (sentenza 13 ottobre 2005, in causa C-458/03, Parking Brixen). Ciò non significa che siano annullati tutti i poteri gestionali dell'autonomia gestionale dell'affidatario in house, ma che, come già evidenziato, la

stessa possibilità di agire con indipendenza di giudizio, che ai fini della vigilanza prudenziale ha carattere però necessario già in relazione all'assunzione dell'incarico (e, di riflesso, all'iscrizione – o al mantenimento dell'iscrizione - nell'elenco della persona giuridica).

D'altra parte, poiché l'indipendenza di giudizio - quale doveroso canone comportamentale - è richiesto a tutti gli esponenti aziendali, e non soltanto a quelli destinati a essere considerati come amministratori indipendenti (nel senso in cui questa espressione è intesa negli artt. 147-ter TUF e 2409 septiesdecies, c.c.), non è chi non veda come la valutazione predittiva che l'organo competente è deputato ad effettuare, ai sensi dell'art. 13, comma 5, del citato DM, non potrebbe che dare esito negativo, in caso di società in house.

Occorre, anzi, domandarsi prima ancora se questa valutazione predittiva, nel particolare caso delle società in house, avrebbe realmente senso, allo scopo di stabilire se in concreto sia davvero possibile la necessaria (e quindi richiesta) indipendenza di giudizio da parte di ciascun esponente aziendale. Laddove, infatti, la possibilità di dimostrarla in concreto sia ontologicamente esclusa dallo stesso assetto statutario (o convenzionale) e/o normativo, appositamente conformato allo scopo di interdire in ogni caso l'effettività delle decisioni degli amministratori, non v'è alcuna ragione per rimandare a un momento di verifica successivo alla nomina l'acclaramento di ciò che è già certo in partenza.

D'altra parte, se a nessuno degli esponenti aziendali può essere riconosciuta perfino la stessa possibilità di inverare effettivamente il canone comportamentale dell'indipendenza di giudizio, appare dubitabile, per immediata conseguenza, la stessa possibilità (o mantenimento) di iscrizione all'elenco di cui all'art. 106 TUB di

---

«possibilità di influenza determinante» è incompatibile con il rispetto dell'autonomia gestionale, senza distinguere – in coerenza con la giurisprudenza comunitaria - tra decisioni importanti e ordinaria amministrazione. Inoltre, il condizionamento stretto, richiesto dalla giurisprudenza comunitaria, non può essere assicurato da pareri obbligatori, ma non vincolanti, resi peraltro - come esplicitamente prevede la norma impugnata - «sugli atti fondamentali del soggetto gestore in house».

una società destinata a restare senza esponenti aziendali. Detto altrimenti, se nessuno dei suoi esponenti aziendali può operare, come prescritto, con indipendenza di giudizio, appare arduo ritenere che la società sia ciononostante iscrivibile (o mantenibile) nell'elenco di cui all'articolo 106: di essa, infatti, non sarebbe in radice garantita (anzi, meglio, garantibile) la sana e prudente gestione.

Concludendo, fin tanto che il quadro regolatorio resterà quello vigente, quanto previsto dalla disciplina di settore riguardo agli esponenti aziendali degli intermediari iscritti nell'elenco di cui all'art. 106 TUB vale a fissare condizioni di sistema che escludono in radice la conciliabilità fra il modello della finanziaria regionale – se e in quanto dedita alle attività che richiedono l'iscrizione di che trattasi (e, conseguentemente, esponenti aziendali con date caratteristiche) – e lo schema dell'in house providing.

**Massimiliano Atelli**

*Magistrato della Corte dei Conti*

## ***LENDING MARKETPLACE E INVESTING MARKETPLACE: DUE SEMIRETTE CONVERGENTI? \****

*(Lending marketplace and investing marketplace:  
two converging half-lines?)*

**ABSTRACT:** *The current emergency situation has made access to credit even more difficult for small and medium-sized enterprises. The essay aims to examine the alternative forms of financing – specifically, the lending marketplace – which are characterized by the use of digital platforms in order to verify their advantages and limits in the light of current legislation.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione – 2. Il *lending marketplace*: regolazione, innovazione e dimensione economica – 2.1 L'*investing marketplace*: regolazione, innovazione e dimensione economica – 3. Il *lending marketplace* in Italia tra disciplina bancaria...– 3.1 (Segue) ... e dei mercati – 4. *Investing marketplace* e *lending marketplace*: due semirette convergenti? – 6. Conclusioni.

1. Con il termine *lending marketplace* si fa riferimento all'utilizzo di piattaforme digitali attraverso le quali una pluralità di soggetti eroga denaro a titolo oneroso a persone fisiche o enti collettivi, come accade nel *lending-based crowdfunding*, *peer-to-consumer* (P2C) e *peer-to-business* (P2B). Si tratta di diverse *species* di un unico fenomeno giuridico – il *lending marketplace* – ognuna delle quali pone l'accento su uno specifico profilo di quest'ultimo – per esempio, in termini di qualità soggettive dei prestatori di denaro o dei percipienti – e che hanno in comune lo scopo che perseguono: facilitare l'incontro tra prestatori e soggetti finanziati attraverso l'utilizzo di piattaforme digitali <sup>1</sup>.

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> L'espressione *lending marketplace* è presente nel Quaderno FinTech della Consob, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, a cura di SCIARRONE ALIBRANDI

Con il termine *investing marketplace* si fa riferimento all'utilizzo di piattaforme digitali attraverso le quali una pluralità di persone investe nel capitale di rischio di una società, quasi sempre di nuova costituzione. È il caso quindi dell'*equity-based crowdfunding*, ovvero più persone ("crowd") conferiscono somme di denaro ("*funding*"), anche di modesta entità, tramite piattaforme digitali per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative economiche di vario genere ottenendo in cambio una partecipazione societaria dell'impresa destinataria del finanziamento <sup>2</sup>.

---

A., BORELLO G., FERRETTI R., LENOCI F., MACCHIAVELLO E., PANISI F., per riferirsi a quelle attività in grado di coniugare la prospettiva creditizia (*lending*) e quella del mercato (*marketplace*). Viene, inoltre, distinta l'espressione *marketplace lending* da *lending marketplace*, quest'ultima utilizzata per identificare le piattaforme che erogano denaro (differenziazione che non sarà seguita nel proseguo del presente lavoro, dovendo intendersi per *lending marketplace* il fenomeno complessivo). Sulle diverse forme che caratterizzano il *lending marketplace* v. MACCHIAVELLO E., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2018, 63; BALP G., *P2P lending e invoice trading*, in *Diritto del Fintech*, a cura di CIAN M – SANDEI C., CEDAM, 2020, 303; BOFONDI M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di economia e finanza (Occasional papers)*, Banca Italia, 2017. Non è oggetto di analisi del presente lavoro il *social lending* "puro" che, pur rappresentando l'originaria ipotesi di erogazioni di prestiti a imprese e privati da parte di altri utenti, sembra caratterizzarsi per l'assenza di un ritorno economico in favore dei prestatori che usufruiscono soltanto di un ritorno legato al "benessere sociale" e/o reputazionale: in argomento, v. BIFERALI G., *Il social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Riv. Trim. Dir. dell'Economia*, 2017, 443.

<sup>2</sup> Sull'*equity-based crowdfunding* la lettura è particolarmente ampia, senza pretesa di esaustività v. ACCETTELLA F.- CIOCCA N., *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 237 ss.; GUACCERO A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, 2015, 245 ss.; MINNECI U., *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 512 ss.; DENTAMARO A., *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell'investimento non professionale*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, 563 ss.; MOSCO G.D., *Start-up e p.m.i. innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in *La folla e l'impresa. Un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell'impresa*, a cura di M. COLURCIO - A. LAUDONIO, Bari, 2016, 27 s.; ID., *Le s.r.l. e il loro doppio*, in *lavoce.com*, agosto 2015; ID., *La nuova regolamentazione dell'equity crowdfunding*, in *Crowd Future. Aspetti giuridici del crowdfunding*, 2014, 11 ss., disponibile sul sito <http://www.crowdfundingitalia.com>; MACCHIAVELLO E., *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 5; ID., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle stesse tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca, impresa e società*, 2016, 283; BENAZZO P., *voce Start-up e Pmi innovative*, in *D. disc. priv.*, sez. comm., agg., \*\*\*\*\*, Torino, 2017, 481; FREGONARA E., *Il restyling del regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in *NDS*, 2016, 33 ss.; PIGNOTTI G., *La nuova disciplina*

L'*investing marketplace* e il *lending marketplace* sembrano parte del c.d. *FinTech credit*, un'espressione di ampio respiro che ricomprende diverse forme innovative di intermediazione creditizia<sup>3</sup>.

Se è vero che sia l'*investing marketplace*, sia il *lending marketplace* si caratterizzano per facilitare la raccolta di finanziamenti attraverso l'utilizzo di piattaforme digitali, i due fenomeni giuridici hanno avuto una crescita e diffusione notevolmente diversa<sup>4</sup>.

Il lavoro si propone di analizzare i profili normativi, tecnologici ed economici del *lending marketplace*, anche confrontandolo con l'*investing marketplace*, per tentare di fornire una risposta al problema principale che pone tale forma di finanziamento: quale è la disciplina in grado di tutelare al meglio gli interessi in

---

*italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, 5; CIOCCA N., *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del Fintech*, a cura di CIAN M – SANDEI C., CEDAM, 2020, 243. Per un confronto comparatistico, v. LAUDONIO A., *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237. Infine, per un'analisi empirica, anche in ordine all'*equity-based crowdfunding*, delle misure societarie derogatorie al diritto comune introdotte dal legislatore per start-up e PMI innovative, sia consentito il rimando a PIRANI P.P., *Un'analisi empirica delle PMI innovative: Much ado about nothing?* in *Giur. comm.*, I, 2018, 1012.

<sup>3</sup> Il termine *FinTech Credit* è stato coniato dal Financial Stability Board con riferimento a "all credit activity facilitated by electronic platforms whereby borrowers are matched directly with lenders". (FSB, *FinTech credit. Market structure, business models and financial stability implications*, Basilea, 2017). Si tratta di un'espressione idealmente in grado di ricomprendere al suo interno non soltanto i fenomeni dell'*investing* e *lending marketplace* ma, più in generale, mi sembra, ogni fenomeno economico che si caratterizza per la sua dimensione (dis)intermediazione. Per esempio, all'interno dell'espressione *FinTech Credit* è senz'altro ricompreso l'*invoice trading*: un fenomeno giuridico funzionale all'erogazione di denaro mediante la cessione e lo sconto di fatture commerciali anche di natura individuale che seppur di recente introduzione ha raggiunto dei volumi di raccolta tali da rendere l'Italia "il mercato più importante dell'Europa continentale" v. OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2018, <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/documenti>, 3; per ulteriori riferimenti sul funzionamento dell'*invoice trading*, BALP G., *P2P lending e invoice trading*, cit., 305; MACCHIAVELLO E., *La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field: l'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca, impresa e società*, 2019, 497.

<sup>4</sup> Oltre alla dicotomia tra *investing* e *lending marketplace* – e, in particolare, tra *equity-based crowdfunding* e *lending-based crowdfunding* – è opportuno ricordare che vi sono altre varianti di *crowdfunding* non oggetto di esame in questo contributo che si caratterizzano per l'erogazione di fondi a titolo di donazione (*donation-based*) o sul riconoscimento di un premio o una ricompensa (*reward-based*). In argomento v. LAUDONIO A., *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2017, 278.

gioco senza ingabbiarne il carattere innovativo <sup>5</sup>.

In particolare, bisogna verificare se:

(i) l'attuale normativa rappresenti l'opzione regolamentare preferibile;

(ii) in caso di risposta negativa, quale sia la "macroarea" normativa per il *lending marketplace*;

(iii) nella "macroarea" normativa di riferimento sia preferibile applicare una disciplina esistente ovvero sia raccomandabile un intervento normativo innovativo.

2. Si è detto che con il termine *lending marketplace* si fa riferimento all'utilizzo di piattaforme digitali attraverso le quali gli utenti della rete erogano denaro a titolo oneroso a persone fisiche o enti collettivi, una forma di finanziamento *open-source*, tecnologica e al di fuori del circuito bancario <sup>6</sup>.

Diversamente dall'*equity-based crowdfunding*, il *lending marketplace* è stato oggetto di sporadiche e frammentarie disposizioni normative che da sole non sembrano offrire un quadro completo del fenomeno giuridico <sup>7</sup>.

Come anticipato, però, il *lending marketplace* non è del tutto sconosciuto al legislatore: nel 2016, la Banca d'Italia ha dedicato una sezione delle "disposizioni in

---

<sup>5</sup> Non vi è dubbio, infatti, che gli ultimi anni sono stati caratterizzati da un'attenzione spasmodica per ogni forma di finanziamento innovativa che possa costituire una reale alternativa al credito bancario. Si pensi, per esempio, ai *mini-bond*, alle cambiali finanziarie, al mondo del *private equity* e, infine, all'*Initial Coin Offering*: su quest'ultima forma di finanziamento e sul carattere "distruttivo", sia consentito rinviare a PIRANI P.P., *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in AGE, 2019, 332 ss. e, per una descrizione esaustiva dei meccanismi di svolgimento delle ICOs, v. ANNUNZIATA F., *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and Initial Coin Offerings*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2636561, 2019, 5.

<sup>6</sup> Una delle prime definizioni di *lending based crowdfunding* è stata quella fornita dall'European Banking Authority (EBA) che ha ricondotto il fenomeno giuridico in esame nella richiesta al pubblico di finanziamenti, per mezzo di una piattaforma on-line, da parte di soggetti che necessitano fondi per sviluppare progetti o per scopi personali: v. EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, Appendix Report on lending-based crowdfunding: risks, drivers and potential regulatory approaches*, in [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>7</sup> Al contrario, diversi Stati europei hanno scelto di disciplinare il *lending marketplace*; in argomento v. *infra* e MACCHIAVELLO E., *Analisi comparata delle principali normative speciali europee in materia di marketplace lending*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 208.

materia di raccolta non bancaria del risparmio” al *social lending* e ha stabilito che “l’operatività dei gestori dei portali on-line che svolgono attività di social lending e di coloro che prestano o raccolgono fondi tramite i suddetti portali” è in linea generale “vietata” fatte salve le ipotesi di esenzione indicate dalle disposizioni in materia di raccolta non bancaria del risparmio<sup>8</sup>.

L’impostazione seguita da Banca d’Italia nel 2016 – fortemente rivendicativa del principio della riserva bancaria – sembra essere stata recepita anche dal legislatore primario. Infatti, i commi 43 e 44, dell’art. 1, legge 27 dicembre 2017, n. 205 hanno previsto un’agevolazione fiscale per i prestiti erogati da finanziatori non professionali attraverso piattaforme di *peer-to-peer lending* nel caso quest’ultime siano gestite da intermediari finanziari ex art. 106 TUB o da istituti di pagamento autorizzati<sup>9</sup>.

Da ultimo, il d.l. 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modificazioni nella l. 28 giugno 2019 n. 34, ha esteso l’operatività del Fondo di garanzia per le Piccole e Medie Imprese in favore dei soggetti che finanziano progetti imprenditoriali di micro e piccole e medie imprese mediante piattaforme online di *crowdfunding* e *social lending*, quest’ultimo definito come “lo strumento attraverso il quale una

---

<sup>8</sup> Le disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, adottate all’esito di una procedura di consultazione pubblica, sono state emanate con delibera n. 584/2016 e disponibili in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it). La Sezione IX delle “Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche” prevede alcune le deroghe al divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico ex art. 11 del TUB. In particolare, per quanto riguarda i gestori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: a) la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all’art. 106 del TUB autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell’art. 114-novies, comma 4, del TUB; b) la ricezione di fondi connessa all’emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati.

Per quanto riguarda, invece, i prenditori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico l’acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori, circostanza che sussiste laddove i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un’attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto.

<sup>9</sup> In ordine agli incentivi fiscali, l’art. 78 del Codice del Terzo Settore (d.l. n. 117/2017) ha previsto la tassazione con aliquota del 12,5% per gli interessi maturati su progetti di *lending* dedicati al terzo settore.

pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, compresi investitori istituzionali, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”<sup>10</sup>.

Tanto premesso in ordine al quadro normativo di riferimento, l’operazione economica è costruita, come nel caso dell’*investing marketplace*, intorno a tre soggetti: il *crowd-investor*, il *crowd-borrower* e la piattaforma digitale.

Anzi tutto, con la diffusione del *lending marketplace*, la platea dei *crowd-investors* si è progressivamente ampliata non essendo più composta soltanto da soggetti privati ma anche da fondi comuni e d’investimento e società d’investimento attratti sia dalla possibilità di investire in nuovi progetti imprenditoriali, sia dagli elevati tassi di rendimento legati all’operazione economica<sup>11</sup>.

In senso analogo, negli ultimi anni è mutato l’*identikit* del soggetto prestatore figurando oggi tra i *crowd-borrower* anche le imprese che decidono di diversificare e ampliare i propri canali creditizi senza essere in una situazione di *credit crunch*.

Se è vero che il *crowd-investor* e il *crowd-borrower* sono due attori fondamentali dell’operazione economica<sup>12</sup>, il profilo innovativo del *lending marketplace* sembra rinvenibile – come nell’*investing marketplace* – nel ruolo e nelle prerogative della piattaforma online.

In altri termini, la piattaforma sembra rendere possibile la

---

<sup>10</sup> V. art. 18, comma 3, d.l. n. 34/2019, ma anche il successivo comma 4 che fornisce una definizione generale di *crowdfunding* identificandolo nello “strumento attraverso il quale famiglie e imprese sono finanziate direttamente, tramite piattaforme online, da una pluralità di investitori”.

<sup>11</sup> L’osservazione è di BORELLO G., *Analisi economica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 48, il quale ricorda come già in uno studio americano del 2016 era stato evidenziato che gli investitori istituzionali finanziavano la maggioranza dei prestiti erogati negli Stati Uniti e in Europa: v. CLAESSENS S. ET AL., *I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche*, in *BIS Quarterly Review*, 2018, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1809e\\_it.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809e_it.pdf).

<sup>12</sup> Per ulteriori considerazioni sulle figure del *crowd-investor* e *crowd-borrower*, v. BORELLO G., *Analisi economica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 48.

disintermediazione finanziaria, è la protagonista dell'innovazione derivante dall'utilizzo delle tecnologie digitali e sembra assumere un ruolo che va oltre la semplice messa in contatto tra il *crowd-investor* e il *crowd-borrower*, l'asettica messa a disposizione di un luogo virtuale d'incontro <sup>13</sup>.

Infatti, la piattaforma può svolgere anche dei compiti di valutazione del merito creditizio e individuazione del profilo degli investitori che vanno ben oltre la semplice intermediazione tra il soggetto richiedente il finanziamento e il soggetto che intende investire il proprio denaro. Attività diverse e alternative rispetto a quelle degli intermediari tradizionali che sono rese possibili grazie all'innovazione tecnologica: i *Big Data*, l'utilizzo di dati (personali e non) ricavabili dai *social network* o dalla semplice navigazione sulla rete internet e la loro successiva elaborazione algoritmica consentono alla piattaforma di coniugare in maniera nuova, rapida e disintermediata la prospettiva creditizia.

Le attività complementari a quella creditizia che possono essere poste in essere dalle piattaforme online hanno determinato una diversità strutturale di quest'ultime a seconda del modello di *business* adottato e al profilo di specializzazione <sup>14</sup>.

Nello specifico, è possibile distinguere – da un punto di vista soggettivo – tra

---

<sup>13</sup> v. PANISI F. - SCIARRONE ALIBRANDI A., *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 48.

<sup>14</sup> BORELLO G., *Analisi economica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 48 propone una classificazione delle piattaforme online sulla base di tre *business model* e una segmentazione ulteriore alla luce delle caratteristiche soggettive dei partecipanti all'operazione economica, dello scopo del finanziamento, del tipo di *matching* tra *crowd-borrower* e il *crowd-investor* e degli strumenti di tutela degli investitori. In particolare, per quanto riguarda i *business model* è richiamato lo studio IOSCO che distingue tra: (i) *client segregated account model*, la piattaforma facilita l'incontro tra il prestatore e l'investitore senza alcuna diretta partecipazione all'operazione economica, (ii) *notary model*, la piattaforma svolge ulteriori servizi rispetto alla semplice messa in contatto tra i partecipanti all'operazione economica (per esempio, la valutazione del merito creditizio del *crowd-borrower*), (iii) *guaranteed return model*, la piattaforma svolge un ruolo particolarmente incisivo sia in sede di stipulazione del contratto di finanziamento, sia ai fini dell'assunzione del rischio di credito; v. KIRBY E. E WORNER S. (2014), *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, OICV-IOSCO Staff Working Paper 3/2014, <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>, 2014.

*lending marketplace* rivolti ai consumatori (*consumer*) e destinati all'impresa (*business*), a seconda se la piattaforma è specializzata nei finanziamenti tra privati (P2P) ovvero tra privati e imprese (P2B), e – da un punto di vista oggettivo – tra piattaforme specializzate nell'erogazione di prestiti personali, agli studenti, alle imprese o al settore immobiliare.

Inoltre, con riferimento al *matching* tra *crowd-borrower* e il *crowd-investor*, vi sono piattaforme che non intervengono in sede di selezione dell'investimento (c.d. *lender choice*) e altre che individuano l'investimento da eseguire mediante l'utilizzo di un algoritmo che permette di "matchare" i progetti a seconda delle preferenze indicate dal *crowd-borrower* in termini di rendimento e rischi (c.d. *automatic diversification*).

Infine, vi sono piattaforme che mettono a disposizione dei *crowd-investor* strumenti di tutela in caso di perdita parziale o totale dell'investimento sia attraverso la previsione di un "fondo rischi" (*protected platform*), sia obbligando i *crowd-borrower* a rilasciare garanzie personali o reali a supporto della richiesta di finanziamento (*secured platform*).

In definitiva, sembra evidente che il ruolo, i compiti e le prerogative delle piattaforme vanno ben oltre la semplice messa in contatto tra *crowd-borrower* e il *crowd-investor* ed è quindi necessario tenere in considerazione la morfologia e le caratteristiche strutturali di quest'ultime sia per comprendere i rischi e i vantaggi del *lending marketplace*, sia per tratteggiare la disciplina normativa di quest'ultimo

15.

Da un punto di vista economico, la diffusione del *lending* è a livello mondiale: nel giro di pochi anni dalla nascita della prima piattaforma in Gran Bretagna, i *lending marketplace* hanno visto crescere in maniera esponenziale i loro volumi

---

<sup>15</sup> Non a caso, la piattaforma online può anche ricevere commissioni per l'erogazione di tali servizi accessori o, nelle ipotesi più evolute, svolgere attività di cartolarizzazione dei prestiti erogati: in argomento, v. BORELLO G., *Analisi economica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 60.

d'affari.

In particolare, a luglio 2018 le quattro più importanti piattaforme statunitensi hanno erogato 80 miliardi di dollari di prestiti a consumatori e imprese e si stima che negli Stati Uniti il mercato del *lending* raggiungerà i 490 miliardi di dollari nel 2025, con una crescita annua costante del 53%<sup>16</sup>.

In Cina, i *lending marketplace* sono una realtà affermata in termini sia di numero di piattaforme *online* attive (circa 4.000), sia del totale raccolto negli ultimi anni<sup>17</sup>.

A livello europeo, la Commissione Europea ha evidenziato che in tutti gli Stati membri è presente almeno una piattaforma di *lending* e che, a fine 2016, erano stati finanziati 206.908 progetti per un totale di raccolta di 2,3 miliardi di euro con Germania, Francia, Olanda, Spagna e Lussemburgo a fare da traino al mercato<sup>18</sup>. In senso coerente, per quanto riguarda il Regno Unito, la finanza di tipo *lending* ha raccolto alla fine del 2015 circa 3,5 miliardi di euro con una crescita di oltre il 70% rispetto all'anno precedente<sup>19</sup>.

Anche l'Italia, pur non raggiungendo i volumi di raccolta europei o mondiali, ha visto crescere in maniera costante il mercato del *lending marketplace*.

Secondo gli ultimi dati disponibili, sono stati erogati prestiti per un totale di € 749.000.000 – dei quali € 410.000.000 in favore dei privati e € 339.000.000 alle imprese – con una crescita considerevole rispetto alla raccolta dell'anno precedente

---

<sup>16</sup> Un importo notevole se considerato quanto raccolto nel 2015 in Europa e USA, circa 26 miliardi di dollari. I dati sono riportati da BORELLO G., *Analisi economica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 73.

<sup>17</sup> BOFONDI, M., *Il lending based crowdfunding: opportunità e rischi*, cit., ricorda che nel 2015 i prestiti erogati tramite piattaforme *online* sono stati di circa 66 miliardi di dollari con un aumento del 290% rispetto all'anno precedente.

<sup>18</sup> COMMISSIONE EUROPEA (2016d), *Online Platforms*, Commission Staff Working Document – Accompanying the document Communication on Online Platforms and the Digital Single Market, <https://eurlexeuropa.eu/legalcontent/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016SC0172&from=de>.

<sup>19</sup> BORELLO G., *Analisi economica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 80.

20.

Piattaforme italiane che prevedono soglie minime e massime di finanziamento, una scadenza del rimborso diversamente modulata e, in alcuni casi, un fondo di tutela per i *crowd-investor* – alimentato da investitori, soggetti finanziati o entrambi – che interviene in caso di inadempimento del *crowd-borrower*. La richiesta di finanziamento – che non necessita generalmente il rilascio di garanzie personali – è interamente digitalizzata, molto spesso senza il pagamento di commissioni, l’apertura di un conto corrente dedicato e viene evasa dal personale della piattaforma attingendo a *database* di natura sia creditizia, sia finanziaria, sia di posizionamento dell’impresa all’interno del mercato <sup>21</sup>.

2.1. Tra le forme di finanziamento alternative al credito bancario, l’*investing marketplace* – e in particolare l’*equity-based crowdfunding* – ha assunto fin da subito un ruolo fondamentale <sup>22</sup>.

L’Italia è stata il primo paese europeo a prevedere una disciplina dell’*equity-based crowdfunding* articolata in norme di rango primario e secondario, che nel corso degli anni è stata modificata, ampliata e rivista <sup>23</sup>.

In estrema sintesi, l’*equity-based crowdfunding* è stato introdotto in Italia dal

---

<sup>20</sup> OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, luglio 2020, 2. I dati sono aggiornati al 30 giugno 2020 e dimostrano, rispetto a quanto raccolto nel 2019, una crescita dei prestiti ai privati del 10% e di quelli alle imprese del 113%.

<sup>21</sup> OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, 40, ricorda, per esempio, i *credit bureau* come Experian, i *social big data*, le agenzie esterne come Cerved o Crif, la presenza dell’azienda su Internet e sui *social network*, l’organizzazione dell’azienda, la qualità del progetto imprenditoriale.

<sup>22</sup> Non a caso, la Commissione Europea nell’ambito della proposta di regolamento europeo dei servizi di crowdfunding ha sottolineato che “il crowdfunding si sta affermando sempre più nell’ambito della cosiddetta scala dei finanziamenti” [...] “potendo costituire un’alternativa ai prestiti bancari garantiti che sono attualmente la principale fonte di finanziamento esterno per le PMI, soprattutto nel periodo iniziale di attività”: v. Commissione Europea (2018c), (2018/0048 COD), Proposta di Regolamento n. 2018/0048 relativo ai fornitori europei di *crowdfunding* per le imprese.

<sup>23</sup> La normativa di rango primario è contenuta all’interno del TUF e quella secondaria nel Regolamento Consob n. 18592/2013.

d.l. n. 179/2012 che, da un lato, ha modificato il testo unico della finanza e, dall'altro lato, ha demandato il compito di definirne le specifiche modalità operative alla CONSOB; la quale, nel giugno 2013, a seguito di una consultazione avviata con gli *stakeholder*, ha pubblicato il Regolamento n. 18592/2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (in seguito, "il Regolamento").

La normativa primaria è stata dapprima ritoccata dal d.l. n. 3/2015<sup>24</sup>, novità normative che hanno portato la Consob a modificare il Regolamento pubblicando un nuovo documento nel 2016 (anche sulla base dell'esperienza empirica maturata negli anni precedenti)<sup>25</sup>.

In seguito, la legge 11 dicembre 2016 n. 232 ha esteso a tutte le PMI la possibilità di usufruire dell'*equity-based crowdfunding* e il d.l. n. 50/2017 ha chiarito i presupposti applicativi delle norme introdotte dalla legge di bilancio 2017<sup>26</sup>. Sempre nel 2017, è intervenuto il decreto legislativo n. 129 del 3 agosto 2017, di attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II), che ha previsto ulteriori modifiche

---

<sup>24</sup> Il d.l. n. 3/2015 (c.d. decreto *Investment Compact*) ha ampliato la platea dei soggetti emittenti che possono accedere all'*equity-based crowdfunding*, attribuendo tale facoltà anche alla PMI innovativa.

<sup>25</sup> V. delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016. Le modifiche apportate erano, tra l'altro, dirette a: (i) ampliare l'ambito soggettivo degli offerenti e degli strumenti finanziari oggetto di offerta; (ii) definire il procedimento di autorizzazione e dei poteri della Consob nei confronti dei gestori; (iii) introdurre la possibilità per i gestori che si dotino dei necessari requisiti organizzativi, di effettuare la valutazione di appropriatezza (*opt-in*), consentendo in tal caso che le banche e imprese di investimento curino esclusivamente l'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro); (iv) ampliare le informazioni relative alla gestione del portale da fornire agli investitori potenziali e quelle relative alle singole offerte da fornire agli investitori potenziali; (v) eliminare, per i gestori che non scelgano di effettuare la valutazione di appropriatezza, la necessità di somministrare un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti; (vi) estendere la valutazione di appropriatezza, in caso di *opt-in*, a tutte le operazioni di investimento; (vii) rafforzare la separazione fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti, fino alla chiusura dell'offerta; (viii) predisporre un apposito schema per ridurre ulteriormente gli oneri amministrativi connessi alla comunicazione (elettronica) annuale di dati da parte dei portali; (ix) ampliare l'ambito soggettivo relativo ai soggetti legittimati a sottoscrivere la quota riservata agli investitori professionali e alle particolari categorie di investitori individuate dalla Consob ai fini del perfezionamento dell'offerta (v. relazione illustrativa alla delibera Consob n. 19520/2016 del 25 febbraio 2016, in [www.consob.it](http://www.consob.it)).

<sup>26</sup> In particolare, la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio 2017) ha esteso la disciplina contenuta nel TUF in materia di *equity-based crowdfunding*, precedentemente limitata alle *start-up* e PMI innovative, a tutte le piccole e medie imprese come definite dalla disciplina dell'Unione europea. In senso coerente, l'art. 57, primo comma, del d.l. n. 50/2017 ha chiarito la portata applicativa della legge di bilancio 2017 prevedendo l'applicazione delle norme in materia di *equity-based crowdfunding* alle PMI costituite in forma sia di s.r.l., sia di s.p.a.

alle disposizioni del TUF in materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*.

Modifiche alla normativa di rango primario che hanno spinto la Consob a intervenire sul Regolamento per “adeguare la normativa secondaria di emanazione Consob in materia di *equity crowdfunding* alle modifiche in merito apportate al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58”<sup>27</sup>.

Infine, la legge 30 dicembre 2018 n. 145 ha ampliato la definizione di portale contenuta nell'articolo 1, comma 5-*novies*, TUF, fornendo la possibilità ai portali autorizzati dalla Consob di collocare obbligazioni o strumenti finanziari di debito emessi dalle piccole e medie imprese, e ha integrato il comma 1-*ter* dell'articolo 100-*ter* TUF disponendo che “la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio”<sup>28</sup>.

Con delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, la Consob ha esercitato la delega attribuita dall'articolo 100-*ter*, comma 1-*ter*, TUF ampliando il perimetro soggettivo delle offerte promuovibili nell'ambito delle piattaforme di *crowdfunding*<sup>29</sup>.

A seguito di una lunga e tortuosa evoluzione normativa, l'*equity-based crowdfunding* si è posto quindi come una forma di finanziamento alternativa al credito bancario in grado di offrire ai privati e alle imprese la possibilità di

---

<sup>27</sup> Le modifiche al Regolamento n. 18529/2013 sono state apportate dalla delibera n. 20204 del 29 novembre 2017. La citazione è ripresa testualmente dalla relazione illustrativa alla delibera Consob n. 20204/2017 del 5 dicembre 2017, disponibile in [www.consob.it](http://www.consob.it). Inoltre, con la successiva delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018, la Consob ha integrato il Regolamento per individuare, in attuazione dell'articolo 50-*quinquies* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le procedure per le segnalazioni interne da parte del personale dei gestori di portali *on-line*, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del Regolamento UE n. 596/2014 in materia di abusi di mercato (il c.d. *whistleblowing*).

<sup>28</sup> V. articolo 1, commi 236 e 238, legge 30 dicembre 2018 n. 145.

<sup>29</sup> Infine, con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, la Consob ha modificato il Regolamento n. 18592/2013 al fine di adeguarlo alle modifiche apportate all'articolo 50-*quinquies* del TUF dal d.lgs. n. 165 del 25 novembre 2019 (c.d. “correttivo MiFID”).

soddisfare le proprie esigenze creditizie grazie all'utilizzo dell'innovazione tecnologica. Infatti, l'operazione di *equity-based crowdfunding* è realizzata esclusivamente mediante il ricorso al web, all'utilizzo della rete che consente l'incontro tra il soggetto finanziatore (l'investitore) e il soggetto ricevente il finanziamento (l'emittente) su una piattaforma digitale.

In altri termini, si tratta di una forma di finanziamento realizzata grazie al progresso tecnologico che è costruita – come nel caso del *lending marketplace* – intorno a tre soggetti: l'emittente, l'investitore e la piattaforma online.

Gli offerenti possono essere una società startup o PMI innovativa, tutte le piccole e medie imprese organizzate in forma societaria, le imprese sociali costituite sotto forma di società di capitali o cooperative in virtù di quanto disposto dall'art. 18 del d.lgs. n. 112/2017 e gli OICR e società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e sono in possesso dei requisiti quantitativi previsti dall'art. 2, primo comma, lett. *e-ter* ed *e-quater* del Regolamento<sup>30</sup>.

Per quanto riguarda i potenziali investitori e il perfezionamento dell'offerta, il Regolamento differenzia tra investitori professionali o specifiche categorie di investitori individuate dalla Consob e investitori non professionali<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Da un punto di vista soggettivo, sembra quindi che il legislatore abbia scelto di ampliare notevolmente la platea dei soggetti offerenti tradendo forse il carattere necessariamente innovativo dell'operazione che sembrava invece evidente nell'originaria previsione del d.l. n. 179/2012. Più in particolare, ai sensi dell'art. 2, lett. c), n. 01), del Regolamento Consob si intendono per “piccole e medie imprese” quelle individuate dall'art. 1, comma 5-novies, TUF che rimanda all'art. 2, par. 1, lett. f, primo alinea, Regolamento 2017/1129 UE. Inoltre, ai sensi dell'art. 2, lett. c), n. 1) del Regolamento sono comprese tra la platea dei soggetti offerenti anche la startup a vocazione sociale e la startup turismo in possesso degli ulteriori requisiti imposti dal Regolamento stesso.

<sup>31</sup> V. art. 2, primo comma, lett. j, Regolamento n. 18529/2013 che definisce investitori professionali “i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11 novembre 201, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze”. Inoltre, “le specifiche categorie di investitori professionali” ex art. 100-*ter* TUF sono le fondazioni bancarie e incubatori di start-up innovative e PMI se in possesso dei requisiti ex art. 24, secondo comma, Regolamento n. 18529/2013. Infine, per

Se l'offerta è riservata esclusivamente agli investitori professionali, essa si perfeziona una volta raggiunto il *target* di raccolta non essendo sottoposta a particolari limiti o cautele.

Se, invece, l'offerta è destinata anche a investitori non professionali, il Regolamento impone il rispetto di diversi requisiti per consentire la conclusione con successo della campagna.

Anzi tutto, il perfezionamento dell'offerta è subordinato alla circostanza che il 5% dell'offerta – o il 3% se la campagna è condotta da una PMI che ha il bilancio certificato da un revisore – sia sottoscritta da investitori professionali<sup>32</sup>.

A tutela degli investitori non qualificati, il legislatore ha inoltre previsto presidi di carattere informativo<sup>33</sup>, di coerenza dell'investimento rispetto alla "storia" dell'investitore<sup>34</sup> e il diritto di recesso o revoca dall'adesione all'offerta<sup>35</sup> e di *exit* se viene a mutare la compagine societaria di controllo<sup>36</sup>.

L'attività dell'offerente e dei potenziali investitori ruota intorno alla figura

---

"investitore non professionale" si deve intendere l'investitore diverso dagli investitori professionali e dagli investitori ex art. 24, co. 2, Regolamento n. 18529/2013.

<sup>32</sup> La presenza degli investitori professionali tra i partecipanti alla campagna ha una funzione di tutela – seppur indiretta – nei confronti degli investitori non professionali, in quanto dovrebbe fungere da alternativa al deficit informativo che può caratterizzare l'offerta.

<sup>33</sup> Per quanto riguarda gli obblighi di natura informativa, è previsto che il gestore del portale garantisca che l'investitore non professionale deve avere preso visione dell'informazioni di *investor education* e fornito informazioni in merito alla propria conoscenza, esperienza e capacità di sostenere l'eventuale perdita dell'investimento (v. art. 15, co. 2, Regolamento n. 18529/2013).

<sup>34</sup> La seconda tutela riguarda la verifica della coerenza dell'investimento rispetto all'esperienza dell'investitore, la quale può essere svolta direttamente dal gestore autorizzato (v. art. 13, co. 5-*bis*, Regolamento, c.d. verifica diretta) ovvero dai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini (art. 13, co. 5-*ter*, Regolamento n. 18529/2013).

<sup>35</sup> Il terzo presidio riguarda la possibilità di sciogliersi dall'adesione all'offerta. In particolare, il diritto di recesso è esercitabile esclusivamente dall'investitore non professionale, mentre la revoca è consentita a tutti gli investitori. Il diritto di recesso può essere esercitato entro sette giorni dalla data dell'ordine, (art. 13, co. 5, Regolamento), mentre la revoca può essere esercitata anche successivamente ma in ogni caso prima della chiusura dell'offerta e soltanto se sono emersi fatti nuovi, errori o imprecisioni inerenti a quanto già pubblicato e in grado di influire sulla decisione di investimento.

<sup>36</sup> L'ultima tutela a favore degli investitori non professionali è di carattere strettamente societaria e, in particolare, impone la presenza nello statuto della società offerente (*i*) del diritto di recesso dalla società, (*ii*) del diritto di co-vendita delle partecipazioni sociali; diritti che potranno essere esercitati dagli investitori non professionali soltanto laddove i soci di controllo trasferiscano il controllo a terzi dopo la conclusione dell'offerta (art. 100-*ter*, co. 2, TUF e art. 24, co. 1, lett. a, Regolamento n. 18529/2013).

del portale per la raccolta dei capitali: una piattaforma online che è in grado di facilitare la raccolta di risorse economiche grazie alle nuove possibilità offerte dallo sviluppo tecnologico.

Un'attività di facilitazione, di messa in contatto tra l'offerente e il percipiente che è posta in essere dal soggetto che gestisce la piattaforma online.

A riguardo, il Regolamento stabilisce che la gestione della piattaforma online può essere svolta da gestori di diritto e autorizzati: i primi sono riconducibili alle imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, i secondi ai soggetti iscritti in un albo tenuto dalla Consob e che sono in possesso di determinati requisiti.

Se è vero che la figura dei gestori di diritto non solleva particolari problemi, i gestori autorizzati sono sottoposti a un complesso regime autorizzatorio, organizzativo e comportamentale<sup>37</sup>.

Anzi tutto, l'autorizzazione della Consob a operare quale gestore autorizzato è subordinata alla presenza (e al mantenimento) di specifici requisiti soggettivi, patrimoniali e di onorabilità dei soggetti che detengono la partecipazione di controllo della società che gestisce la piattaforma online<sup>38</sup>.

Per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i gestori autorizzati devono mettere a disposizione degli investitori, in forma facilmente comprensibile, le

---

<sup>37</sup> Evidenzia, in maniera condivisibile, CIOCCA N., *I portali per il crowdfunding*, cit., 262 che lo svolgimento delle attività connesse alla piattaforma online per i gestori di diritto è una diretta conseguenza "della autorizzazione ai relativi servizi di investimento che essi hanno già ottenuta".

<sup>38</sup> I requisiti soggettivi riguardano: il tipo societario del gestore della piattaforma (una società di capitali o cooperativa); la sede (nel territorio italiano); l'oggetto sociale (nell'esercizio professionale del servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali ex art. 50-quinquies, co. 1, lett. a, b, c, TUF).

I requisiti patrimoniali riguardano l'adesione del gestore a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori ex art. 59 TUF ovvero la conclusione di un'assicurazione per i danni ai clienti per una copertura minima indicata dal Regolamento n. 18529/2013.

I requisiti di onorabilità per i detentori della partecipazione di controllo e per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo sono specificati nella piena capacità giuridica e di agire e nell'assenza di provvedimenti di interdizione, misure di prevenzione e sentenze irrevocabili di condanna per i reati indicati (artt. 8 e 9 Regolamento n. 18529/2013).

I requisiti di professionalità riguardano il possesso di almeno un biennio di esperienze lavorative di natura diversa (art. 9, co. 3, Regolamento n. 18529/2013).

informazioni relative al portale, all'investimento tramite portali e alla singola offerta. Inoltre, la piattaforma deve assicurare il rispetto dei principi di integrità, affidabilità e sicurezza dei sistemi operativi, riservatezza delle informazioni ricevute dagli investitori, accessibilità (per almeno dodici mesi) alla documentazione di offerta e conservazione (per almeno cinque anni) della documentazione relativa all'operatività del portale <sup>39</sup>.

Il gestore del portale è altresì obbligato a prevedere una procedura di gestione degli ordini di pagamento che impedisca errori o ritardi nell'attività di trasmissione di quest'ultimi ai soggetti abilitati, non essendo concessa la possibilità di eseguire direttamente gli ordini di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto della campagna e di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi (art. 50-*quinquies*, co. 4, TUF).

Infine, sono previste delle regole di condotta che impongono l'obbligo per il gestore autorizzato di operare con "con diligenza, correttezza e trasparenza" e di impedire tutte quelle attività che potrebbero incidere negativamente sugli offerenti e gli investitori e, in generale, sul corretto svolgimento della campagna <sup>40</sup>.

Tanto chiarito in ordine al frenetico *iter* normativo che ha interessato l'*equity-based crowdfunding*, è opportuno ora verificare se il fenomeno in questione ha attirato l'attenzione degli operatori del mondo della finanza alternativa al credito bancario e chi sono nella realtà economica i tre soggetti

---

<sup>39</sup> V. per maggiori riferimenti CIOCCA N., *I portali per il crowdfunding*, cit., 267, la quale evidenzia come i gestori autorizzati dei portali devono garantire anche il rispetto degli obblighi relativi ai conflitti di interesse ai sensi dell'art. 13, co. 1, Regolamento n. 18529/2013.

<sup>40</sup> Tra gli obblighi di condotta del gestore autorizzato sono compresi il dovere di rendere disponibili, in maniera dettagliata, chiara e completa "tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente" per garantire che gli investitori "possano ragionevolmente e compiutamente comprendere" natura dell'investimento e rischi connessi (v. art. 13, co. 2, Regolamento) ma anche le informazioni sulla campagna e sul suo svolgimento, sull'offerente e l'oggetto dell'offerta, utilizzando sempre un linguaggio non tecnico, chiaro e conciso. Oltre al dovere di rendere disponibili determinate informazioni al pubblico, il dovere di condotta si articola nell'obbligo per il gestore autorizzato di assumere dal cliente tutte le informazioni necessarie al fine di comprendere se quest'ultimo ha tutte le conoscenze opportune e necessarie per capire i rischi connessi all'investimento (v. artt. 13 e 15 Regolamento e anche art. 17 per la differenza tra verifica diretta e indiretta dell'informativa relativa all'investitore).

protagonisti – come detto, l'emittente, l'investitore e la piattaforma online – dell'operazione economica <sup>41</sup>.

Il mercato dell'*equity-based crowdfunding* in Italia ha raccolto circa € 159.000.000 con una crescita costante negli anni, come dimostra il confronto tra il volume di risorse economiche investite nel 2014 (circa € 1.300.000) e nel 2018 (circa € 36.000.000) <sup>42</sup>.

Fino al 2020, sono state lanciate 595 campagne delle quali 402 chiuse positivamente e 151 senza raggiungere la soglia minima prevista <sup>43</sup>. La percentuale di successo della campagna è aumentata progressivamente: nel 2014 il tasso era inferiore al 50%, nel 2020 è aumentato al 72,7%.

Le imprese protagoniste delle 595 campagne – concentrate per la maggior parte in Lombardia (215 imprese), Lazio (59 imprese) ed Emilia Romagna (42 imprese) – si suddividono in: (i) 397 startup innovative (pari al 72% del campione), delle quali 380 s.r.l., 5 società agricole, 10 s.p.a. e 2 società estere che hanno iscritto la *branch* italiana all'albo apposito; (ii) 59 PMI innovative (pari al 13% del campione), delle quali 53 s.r.l. e 6 s.p.a.; (iii) 70 PMI (pari al 13% del campione), delle quali 68 s.r.l. e 2 s.p.a.; (iv) 21 veicoli di investimento in *startup* innovative, PMI innovative o altre PMI (4%).

Per quanto riguarda gli investitori, 18.021 sottoscrizioni sono state eseguite da investitori persone fisiche – nella maggior parte dei casi, si tratta di una persona di sesso maschile di età compresa tra i 36 e 49 anni che risiede in Lombardia – e 1.074 da persone giuridiche.

---

<sup>41</sup> Per un confronto tra *equity-based crowdfunding* e le altre forme innovative di finanziamento delle imprese, v. anche PIRANI P.P., *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, cit., 335.

<sup>42</sup> I dati sono riportati all'interno del 5° Report italiano sul *CrowdInvesting*, OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, cit. 3; un'accurata elaborazione dei dati 2018 è svolta da MOZZARELLI M., *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2019, 650.

<sup>43</sup> Il numero totale di campagne lanciate è riferito alla data del 30 giugno 2020, 42 erano ancora in corso v: OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, cit. 18.

L'importo medio della sottoscrizione è pari a € 3.222 per le persone fisiche e € 20.000 per le persone giuridiche; mediamente viene offerto in cambio il 10,4% del capitale (valore mediano 5,9%), con titoli molto spesso privi del diritto di voto.

Se è vero che l'analisi empirica dimostra che il mercato dell'*equity crowdfunding* è caratterizzato da una crescita costante, la raccolta totale (circa € 159.000.000) è ancora piuttosto esigua rispetto agli altri Stati europei e alle ulteriori forme di finanza alternativa.

Infatti, diverse ricerche mostrano che le risorse economiche raccolte tramite l'*equity-based crowdfunding* a livello europeo superano i 500.000.000 di euro e i Paesi che trainano la raccolta sono il Regno Unito (£ 333 milioni), la Germania (€ 20 milioni) e la Francia (€ 48 milioni) <sup>44</sup>.

Se si confrontano questi dati con quanto raccolto in Italia nel medesimo periodo storico ci si rende conto che il mercato italiano ancora non ha raggiunto "la maturità" e "l'appetibilità" dei concorrenti europei.

La dimensione del mercato italiano di *equity-based crowdfunding* sembra essere ancora più minima se confrontata con quanto investito nel *venture capital* nel 2017 (circa 3,6 miliardi di dollari) oppure quanto raccolto dalle 992 *Initial Coin Offering* lanciate nel 2018 (20.398.590.404 miliardi di dollari) <sup>45</sup>.

In definitiva, il rapporto tra regolazione normativa e dimensione economica dell'*equity-based crowdfunding* sembra essere inversamente proporzionale: al costante interesse del legislatore non sembra corrispondere un uguale interesse degli operatori economici, almeno fino a oggi.

3. Come esposto in precedenza, al 30 giugno 2020 il volume complessivo di risorse raccolte in Italia attraverso il *lending marketplace* è stato di € 749.000.000

---

<sup>44</sup> Cambridge Centre for Alternative Finance *crowdinvesting*, "Shifting Paradigms: the Fourth European Alternative Finance Industry Report" e "The Fifth UK Alternative Finance Industry Report", 2017.

<sup>45</sup> V. per ulteriori riferimenti, PIRANI P.P., *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, cit., 335 e 336.

con un aumento considerevole rispetto a quanto fatto registrare nell'anno precedente <sup>46</sup>.

Se è vero che € 749.000.000 è un valore particolarmente elevato se confrontato con quanto raccolto dall'*investing marketplace* nel medesimo periodo (€ 159.000.000), è indubbio che l'Italia non ha ancora raggiunto gli standard dimensionali degli altri Paesi europei <sup>47</sup>.

La ragione della crescita del *lending marketplace* italiano – costante ma inferiore al panorama europeo – potrebbe essere anche di natura normativa.

Tanto premesso, è necessario quindi chiedersi:

- (i) se l'attuale regolazione del *lending marketplace* rappresenti la risposta adeguata ai problemi che pone questa forma di finanziamento;
- (ii) in caso di risposta negativa, quale sia la "macroarea" normativa idonea a regolamentare il *lending marketplace*;
- (iii) se nella "macroarea" normativa di riferimento sia ipotizzabile l'applicazione di una disciplina esistente ovvero sia raccomandabile un intervento normativo innovativo.

Per quanto riguarda il primo profilo, abbiamo visto che i protagonisti del *lending marketplace* possono operare nel nostro ordinamento senza violare la riserva bancaria sulla raccolta di risparmio tra il pubblico se sono qualificabili come istituti di pagamento o come intermediari bancari ex art. 106 TUB autorizzati a fornire servizi di pagamento. In senso coerente, le "disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle Banche" stabiliscono che i *crowd-borrower* non violano la riserva ex art. 10, secondo comma, TUB se la ricezione del finanziamento è avvenuta grazie a "soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale" ovvero "sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori" che consente loro di

---

<sup>46</sup> V. *supra* par. 2.

<sup>47</sup> V. *supra* par. 2.

“determinare le clausole del contratto stipulato” con i finanziatori <sup>48</sup>.

La normativa secondaria ha sicuramente il pregio di chiarire fin da subito quando il *lending marketplace* è sottratto dall'alveo della raccolta del risparmio tra il pubblico ma, allo stesso tempo, sembra presentare numerosi limiti anche a causa della decisione del legislatore di adattare una disciplina “pensata” per un fenomeno giuridico “tradizionale” a una realtà economica e giuridica nuova, innovativa e tecnologica <sup>49</sup>.

Un approccio legislativo prudente, forse motivato dalla consapevolezza che una frettolosa regolamentazione avrebbe potuto costituire un freno per la crescita economica del *lending marketplace*, che solleva numerosi dubbi con riguardo al ruolo e ai compiti della piattaforma online e ai diritti e obblighi dei *crowd-investor* e *crowd-borrower*.

Una caratteristica (in negativo) del *lending marketplace* che sembra costituire un freno alla diffusione di questa forma di finanziamento: autorizzare la raccolta di fondi tramite piattaforme *online* soltanto se prenditori e finanziatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali nell'ambito di una trattativa personalizzata sembra essere un requisito regolatorio non in linea con la natura innovativa, tecnologica, digitale dell'operazione economica e che non tiene in considerazione i *business model* adottati dai *lending marketplace*.

In particolare, per quanto riguarda i *lending marketplace consumer* è opportuno evidenziare che <sup>50</sup>:

- *Blender* offre agli investitori la possibilità di scegliere l'investimento attraverso un meccanismo sia diretto, sia indiretto mediante un algoritmo che consente di trovare l'abbinamento migliore tra le aspettative di rischio e

---

<sup>48</sup> V. *supra* par. 2.

<sup>49</sup> MACCHIAVELLO E., *Le Piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)*, cit., 106, ritiene che la soluzione adottata da Banca d'Italia non possa che essere un primo tentativo di disciplinare il *lending marketplace* in attesa di un organico intervento normativo.

<sup>50</sup> OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, cit. 43.

rendimento e i progetti disponibili. È inoltre presente un mercato secondario dove è possibile cedere i crediti in portafoglio o acquistarli dagli investitori. Per tali servizi, la piattaforma impone una commissione per l'attivazione del prestito (4,5%) e per gli investitori (1,5%);

- *MotusQuo* consente investimenti assunti attraverso un algoritmo (prestabilito o personalizzato) o manualmente ed è presente, in ogni caso, un fondo di garanzia a tutela degli investitori;

- *Prestiamoci.it* permette di automatizzare completamente l'investimento delegando la scelta sui prestiti alla piattaforma in base a un rendimento atteso (base, medio o alto); è prevista una commissione ai prestatori pari allo 0,083% mensile dell'ammontare impegnato in quote di prestiti, mentre quella a carico delle persone finanziate varia dallo 0,54% al 6,48% (oltre l'imposta di bollo e le spese di incasso rata);

- *Smartika* prevede una scelta dell'investimento sulla base di differenti classi di rischio (*conservative, balanced e dynamic*) e tempi di rimborso, con possibilità di cedere i propri crediti (rientro rapido). È attivo un fondo rischi creato attraverso i contributi versati dai richiedenti per coprire eventuali perdite economiche;

- *Soisy* è specializzata nel finanziamento degli acquisti di beni e servizi di consumo, applica una commissione sui partner (*e-commerce* e negozi fisici) dell'1,5% sull'importo finanziato, riceve una commissione dai richiedenti al momento del finanziamento del prestito (compresa fra 1% e 3%, non vengono applicate commissioni per l'incasso) e una dagli investitori a ogni pagamento di rata. È possibile attivare la c.d. 'Garanzia di Rendimento' e, in tale ipotesi, una parte degli interessi liquidati viene accantonata in un salvadanaio virtuale che entra in gioco in caso di insolvenza delle persone finanziate;

- *YounitedCredit* concede prestiti da € 3.000 a € 50.000 ed è richiesta una commissione in percentuale sull'importo erogato, mediamente pari al 5%.

Per quanto riguarda invece i *lending marketplace business* <sup>51</sup>:

- *BorsadelCredito.it* si rivolge a imprenditori residenti in Italia, con almeno 12 mesi di attività e un fatturato non inferiore a € 50.000. Per ottenere il finanziamento non devono essere presenti pregiudiziali sull'impresa, sul socio di controllo o sui componenti dell'organo di amministrazione. Il tasso annuo nominale varia tra il 3,4% e il 7,4%, oltre una commissione di garanzia che varia fra 0,4% e 9%, e costi di istruttoria compresi fra 2% e 4%. Per ottenere il finanziamento, non è richiesta l'apertura di un nuovo conto corrente e la valutazione delle domande di credito è semi-automatico: una prima fase sulla base di parametri oggettivi che vengono trasmessi via *web* dall'imprenditore; successivamente dalla piattaforma attingendo a database quali *Experian, social, big data* e avvalendosi della collaborazione di agenzie esterne come *Cerved* o *Crif*;

- *October* è impegnata nella raccolta sia *retail*, sia attraverso un fondo riservato ad investitori professionali. Le richieste di finanziamento selezionate godono di un *commitment* iniziale da parte del fondo e la selezione viene fatta da un comitato interno che attribuisce un *rating* alla richiesta di finanziamento, il cui merito varia fra A+ e C; gli investitori non sopportano costi di ingresso e possono scegliere fra le opportunità di prestiti pubblicati. È attivo il Fondo di Garanzia istituito dal Ministero per lo Sviluppo Economico e, in caso di perdita dell'investimento, la garanzia copre almeno il 40% del capitale residuo. Non è previsto un mercato secondario dei prestiti sottoscritti;

- *Credimi Futuro* mette a disposizione delle imprese prestiti fino a € 2.000.000, con un rimborso massimo in cinque anni. La richiesta di finanziamento è interamente digitalizzata;

- *Ener2Crowd* è specializzato sui progetti *green* e su investimenti sostenibili.

L'analisi dei *business model* sembra dimostrare che i *lending marketplace* nè

---

<sup>51</sup> Anche questi dati sono riportati da OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, cit. 48.

svolgono un ruolo di semplice messa in contatto tra *crowd-borrower* e *crowd-investor*, limitandosi a mettere a disposizione di quest'ultimi un luogo d'incontro virtuale, né si occupano semplicemente di trasferire i fondi dal *crowd-borrower* al *crowd-investor*.

Infatti, la piattaforma può:

- individuare l'investimento adatto al *crowd-investor* combinando diversi elementi, quali la durata del prestito, il rischio di credito e il tasso d'interesse (v., tra l'altro, *Prestiamoci.it*);
- valutare il merito creditizio del *crowd-borrower*, abbinando *Big Data, database* come Experian o consultando agenzie esterne come Cerved o Crif (v., tra l'altro, *BorsadelCredito.it*);
- creare un mercato secondario all'interno del quale sono messi in circolazione i crediti in modo tale, tra l'altro, di tutelare i *crowd-investor* che hanno bisogno di liquidità e non possono attendere la scadenza dei prestiti (v., tra l'altro, *Blender*);
- monitorare e gestire l'attività di recupero dei crediti relativi a prestiti non adempiuti (v., tra l'altro, *October*);
- istituire fondi di garanzia per mitigare il rischio di mancato rimborso da parte dei *crowd-borrower* (v., tra l'altro, *Smartika*);
- imporre commissioni ai richiedenti e ai prestatori, anche diversamente graduate (v., tra l'altro, *The Social Lender*).

In definitiva, il ruolo della piattaforma non è circoscritto all'asettico *matching* tra *crowd-investor* e *crowd-borrower* e al semplice perfezionamento del contratto di finanziamento concluso da quest'ultimi mediante il trasferimento delle disponibilità liquide dai primi ai secondi ma pone in essere un'attività professionale, standardizzata e organizzata a supporto del *crowd-investor* e *crowd-borrower* – grazie anche all'utilizzo dell'innovazione tecnologica, *Big Data* e algoritmi – che rende difficile ricondurre il *lending marketplace* alla disciplina degli istituti di

pagamento.

Ciononostante, i *lending marketplace* in Italia operano per la maggior parte come istituti di pagamento autorizzati a prestare i servizi di pagamento ex art. 114-*sexies* TUB<sup>52</sup>.

Se è vero che la qualificazione giuridica delle piattaforme online come istituti di pagamento consente l'applicazione di una disciplina meno pervasiva rispetto a quella bancaria, l'impianto normativo dedicato agli istituti di pagamento non sembra essere la risposta adeguata rispetto alle necessità, opportunità e rischi del *lending marketplace*<sup>53</sup>.

In altri termini, l'assimilazione operata dalla Banca d'Italia – e per certi versi avvalorata dalla normativa primaria nel 2018 – dei *lending marketplace* agli istituti di pagamento non sembra in grado di tutelare al meglio questo innovativo fenomeno giuridico in quanto impone il rispetto di norme di natura regolamentare, informativa e ispettiva senza garantire, al contempo, un'adeguata protezione per i *crowd-investor* e *crowd-borrower* e considerare il fenomeno giuridico nella sua interezza<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. h-*septies*.1) TUB per «servizi di pagamento» s'intendono: “1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il trasferimento di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso un altro prestatore di servizi di pagamento: 3.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti una tantum; 3.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 3.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 4) esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento: 4.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti una tantum; 4.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 4.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 5) emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento; 6) rimessa di denaro; 7) servizi di disposizione di ordini di pagamento; 8) servizi di informazione sui conti”.

<sup>53</sup> MACCHIAVELLO E., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit, 70.

<sup>54</sup> In particolare, la normativa di riferimento prevede, tra l'altro, per gli istituti di pagamento l'obbligo di: (i) iscriversi in un apposito albo tenuto da Banca d'Italia, indicando la tipologia di servizi che sono autorizzati a prestare e darne adeguata pubblicità (articolo 114-*septies* TUB); (ii) adottare la forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a

Se non ricorrono i casi di esenzione previsti dall'art. 114-*sexiesdecies*<sup>55</sup>, i gestori di piattaforme online sono tenuti a rispettare una disciplina pervasiva che sembra essere stata adottata in quanto più snella rispetto alla tradizionale vigilanza bancaria ma che sembra porsi in antitesi rispetto alle caratteristiche del *lending marketplace*: se per i servizi di pagamento vi è l'esigenza di garantire la celerità e sicurezza dei trasferimenti di denaro, per il *lending marketplace* vi è la necessità di tutelare la posizione dei *crowd-investor* e *crowd-borrower* e definire compiti e prerogative della piattaforma.

In altri termini, nonostante il chiaro *favor* legislativo verso la qualificazione dei *lending marketplace* come istituti di pagamento non sembra corretto ricondurli nell'ambito di quest'ultima normativa che (i) non garantisce un'adeguata tutela degli investitori e prenditori, (ii) non tiene in considerazione le specificità dei *business model* adottati dalle piattaforme online e (iii) obbliga i protagonisti di

---

responsabilità limitata o di società cooperativa; collocare la sede legale e la direzione generale nel territorio della Repubblica ove è svolta almeno una parte dell'attività avente a oggetto servizi di pagamento; detenere un capitale sociale versato di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia; presentare un programma concernente l'attività iniziale e la struttura organizzativa, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto; garantire il possesso di specifici requisiti in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo; l'assenza di stretti legami tra gli istituti di pagamento o i soggetti del gruppo di appartenenza e altri soggetti che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza (articolo 114-*novies* TUB); (iii) registrare per ciascun cliente le somme di denaro della clientela in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento (articolo 114-*duodecies* TUB); (iv) costituire un patrimonio destinato per la prestazione dei servizi di pagamento e per le relative attività accessorie e strumentali, indicando i beni e i rapporti giuridici destinati e delle modalità con le quali è possibile disporre, integrare e sostituire elementi del patrimonio destinato (se gli istituti di pagamento svolgono anche attività imprenditoriali diverse dalla prestazione dei servizi di pagamento, v. articolo 114-*terdecies* TUB). Si tratta di un *set* regolamentare particolarmente gravoso al quale si aggiungono le norme di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva ex artt. 114-*undecies*, 114-*quaterdecies* e 114-*quinquiesdecies* TUB.

<sup>55</sup> Ai sensi dell'articolo 114-*sexiesdecies*, la Banca d'Italia può esentare i soggetti iscritti nell'albo degli istituti di pagamento dall'applicazione, in tutto o in parte, di alcune delle disposizioni in materia, quando ricorrono congiuntamente le seguenti condizioni: "a) la media mensile, calcolata sui precedenti dodici mesi, dell'importo complessivo delle operazioni di pagamento eseguite dal soggetto interessato, compreso qualsiasi agente di cui è responsabile, non superi i 3 milioni di euro; la Banca d'Italia valuta tale condizione in base al piano aziendale prodotto dal soggetto interessato; b) nessuna delle persone fisiche responsabili della gestione o del funzionamento dell'impresa abbia subito condanne per riciclaggio di denaro o finanziamento del terrorismo o altri reati finanziari".

questa forma di finanziamento a rispettare un *set* di regole sovrabbondante <sup>56</sup>.

Sembra possibile quindi fornire una prima risposta alla questione normativa posta dal *lending marketplace*: la scelta del legislatore italiano di ricondurre quest'ultimo nell'alveo della normativa degli istituti di pagamento non sembra essere coerente con le prerogative, le attività e i compiti posti in essere dalle piattaforme *online*.

3.1. Le caratteristiche e prerogative dei *business model* dei *lending marketplace* attivi in Italia sembrano confermare l'inadeguatezza della scelta normativa di ricondurre quest'ultimi nell'ambito della disciplina dei sistemi di pagamento e, in generale, nell'alveo della normativa bancaria <sup>57</sup>.

Tanto premesso, l'individuazione della macroarea normativa all'interno della quale collocare il *lending marketplace* sembra presupporre, da un lato, l'analisi dei *business model* delle piattaforme di *lending* e, dall'altro lato, il confronto di quest'ultimi con le prerogative e i compiti dei portali di *investing marketplace*.

Come detto, i *lending marketplace* non svolgono un ruolo di semplice messa in contatto tra *crowd-borrower* e *crowd-investor* ma pongono in essere ulteriori attività – individuazione dell'investimento, valutazione del merito creditizio del *crowd-borrower*, monitoraggio dei crediti relativi a prestiti non adempiuti – che sembrano richiamare le prerogative e i compiti delle piattaforme di *investing marketplace*.

In particolare, i portali di *equity crowdfunding* attivi in Italia possono <sup>58</sup>:

- prevedere in favore degli investitori meccanismi di accesso *user friendly*,

---

<sup>56</sup> Favor legislativo che sembra, da ultimo, confermato dall'art. 125 del d.l. 17 marzo 2020, n. 18 laddove stabilisce che “le camere di commercio e le loro società in house sono, altresì, autorizzate ad intervenire mediante l'erogazione di finanziamenti con risorse reperite avvalendosi di una piattaforma on line di social lending e di crowdfunding, tenendo apposita contabilizzazione separata dei proventi conseguiti e delle corrispondenti erogazioni effettuate”.

<sup>57</sup> V. *supra* par. 3.

<sup>58</sup> V. ancora OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE – POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2020, cit. 48.

erogando al contempo all'emittente specifici servizi di consulenza – anche in accordo con professionisti esterni al portale – che vanno dall'analisi del *business plan* a compiti strettamente giuridici (v. tra gli altri, l'adeguamento dello statuto sociale e la redazione di patti parasociali: v. *Actioncrowd.it*);

- supportare gli offerenti durante le fasi preparatorie alla raccolta del capitale, offrendo l'assistenza nello sviluppo e gestione del progetto imprenditoriale, l'analisi preventiva del progetto da avviare e dei requisiti necessari alla sua pubblicazione sul portale, l'analisi strategica, la predisposizione di piani industriali, la valutazione sui sistemi di controllo e la *compliance* normativa e regolamentare (v. tra gli altri, *StarsUp.it*, *Muumlab.com*, *Ecomill.it* e *Investi-Re.it*);

- selezionare i progetti imprenditoriali oggetto della campagna, con possibilità di chiedere informazioni aggiuntive, la modifica o l'eliminazione di contenuti alla società offerente al fine di verificare la serietà e le potenzialità economiche del progetto che quest'ultima intende realizzare con le risorse raccolte tramite l'offerta (v., tra gli altri *200crowd.com* e *CrowdFundMe.it*);

- affidare il compito di selezione dei progetti a una commissione di valutazione esterna che fornisce un parere di fattibilità tecnica valutando il *business plan*, le proprietà intellettuali, i *curriculum vitae* dei soci e del *team* della società offerente (v. *Muumlab.com*);

- preferire le iniziative imprenditoriali ad alto potenziale, sulla base della loro capacità di generare redditività e remunerare così il capitale investito, utilizzando i criteri di valutazione in ambito pubblico (v. *Opstart Equity Crowdfunding.it*);

- mettere a disposizione degli investitori un documento di sintesi sulla valutazione operata sul progetto imprenditoriale (v. *Walliance.it*);

- prevedere, in caso di raggiungimento dell'obiettivo economico prestabilito, una commissione in favore del portale sul totale raccolto e sull'obiettivo raggiunto (v., ancora *200crowd.com*), ovvero una percentuale a seconda dell'attrattività del progetto e dell'ammontare investito (v. *ConcreteInvesting.it*);

- facilitare la ricerca di investitori professionali interessati alla sottoscrizione della quota di capitale necessaria all'avvio della raccolta *online* e, successivamente, favorire la presentazione del progetto presso investitori, professionali e non, durante la fase di offerta (v. *Investi-Re.it*);
- affiancare innovatori e investitori anche successivamente al completamento della raccolta, mediante l'invio di *report* post-offerta con i quali gli investitori possono continuare ad avere informazioni dettagliate e trasparenti per monitorare l'andamento dell'iniziativa nella quale hanno investito (v. *Opstart.it* e *Equity Crowdfunding.it*).

Le attività delle piattaforme di *investing marketplace* ricordano i *lending marketplace*.

In particolare, *Prestiamoci.it* svolge un'attività di selezione del *crowd-investor* – combinando notizie e dati – paragonabile a quella svolta da *Concreteinvesting.com* che seleziona i progetti imprenditoriali da pubblicare sul portale anche in considerazione degli interessi degli investitori.

In senso analogo, *BorsadelCredito.it* svolge una valutazione del merito creditizio del *crowd-borrower* che sembra richiamare l'attività del portale *200crowd.com* di selezione dei progetti imprenditoriali oggetto della campagna, con possibilità di chiedere informazioni aggiuntive, la modifica o l'eliminazione di contenuti per verificare la serietà e le potenzialità economiche del progetto.

Ancora, la piattaforma *Blender.it* ha creato un mercato secondario per favorire la circolazione dei crediti che sembra equiparabile alla bacheca elettronica di *Doorwayplatform.com* e all'interno della quale l'investitore può informare gli altri investitori della propria intenzione di cedere, in tutto o in parte, la propria quota di partecipazione in una o più società nelle quali ha investito<sup>59</sup>.

Inoltre, l'istituzione da parte di *Smartika* di fondi di garanzia e (o) polizze assicurative per mitigare il rischio derivante dal mancato rimborso dei *crowd-*

---

<sup>59</sup> V. art. 25 Regolamento

*borrower* o per i danni subiti da quest'ultimi sembra paragonabile all'obbligo per i portali di stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale <sup>60</sup>.

Infine, l'imposizione di commissioni ai richiedenti e ai prestatori, anche diversamente graduate, in caso di raggiungimento dell'obiettivo sull'importo raccolto ovvero per lo svolgimento di una serie di attività complementari, è un qualcosa che troviamo nell'ambito delle piattaforme sia di *lending* (*The Social Lender*), sia di *investing* (*200crowd.com*).

L'analisi delle piattaforme di *investing marketplace* sembra confermare che vi sono diversi punti di contatto tra l'*investing marketplace* e il *lending marketplace* e rende quindi non condivisibile la scelta del legislatore italiano di attrarre quest'ultimo alla disciplina dei servizi di pagamento.

Infatti, entrambi i *marketplace* sono costruiti intorno alla figura della piattaforma online – la vera protagonista di queste forme di finanziamento innovative – che pone in essere un'attività – seppur declinata in maniera parzialmente diversa – di facilitazione dell'investimento, profilatura dell'investitore, protezione del *crowd-borrower*, informativa sull'andamento dell'investimento in grado di avvicinare il *lending marketplace* all'area dei mercati, all'intermediazione mobiliare e non a quella della raccolta del risparmio tra il pubblico <sup>61</sup>.

In altri termini, l'analisi dell'attività e dei servizi erogati dalle piattaforme di *investing* e *lending* sembra rendere più coerente l'applicazione al *lending marketplace* della disciplina relativa ai mercati e non quella bancaria: la "macroarea normativa" all'interno della quale ricercare la disciplina specifica del *lending marketplace* sembra essere quella "dei mercati", valorizzando tutte quelle attività complementari a quella creditizia poste in essere dalle piattaforme online.

---

<sup>60</sup> V. art. 7 - bis Regolamento.

<sup>61</sup> SCIARRONE-ALIBRANDI A., *Conclusioni*, cit., 247.

4. Da un lato, i modelli di *business* delle piattaforme di *lending marketplace* rendono non condivisibile la scelta del legislatore italiano di regolamentare quest'ultime sulla base della normativa in materia di servizi di pagamento.

Dall'altro lato, il confronto tra l'attività delle piattaforme di *investing* e quelle di *lending* sembra avvalorare l'orientamento volto ad attrarre il *lending marketplace* all'interno della "macroarea normativa" dei mercati <sup>62</sup>.

Dopo aver risposto ai primi due interrogativi, è necessario quindi individuare la disciplina specifica del *lending marketplace* all'interno della "macroarea normativa" dei mercati.

Le strade che possono essere seguite sono essenzialmente due: adattare una normativa già esistente alle caratteristiche del *lending marketplace* ovvero auspicare un intervento del legislatore che vada a regolare in maniera innovativa il *lending marketplace*.

L'opinione dominante in dottrina è quella di introdurre, attraverso *sandboxes* o *innovation hubs* <sup>63</sup>, una normativa *ad hoc* diretta a disciplinare il *lending marketplace* e superare le difficoltà interpretative derivanti dall'assimilazione delle piattaforme *online* agli intermediari finanziari tradizionali <sup>64</sup>.

Se è vero che quest'ultima strada sembra essere sicuramente condivisibile, in un'ottica di *policy* regolatoria potrebbe essere preferibile ritagliare la disciplina del *lending marketplace* sulla base di istituti giuridici già esistenti <sup>65</sup> e quest'ultimo,

---

<sup>62</sup> V. *supra* parr. 3 e 4.

<sup>63</sup> Il d.l. n. 34/2019, convertito con modificazioni dalla l. n. 58/2019 ha introdotto la possibilità di immettere sul mercato prodotti o servizi regolamentati da un regime normativo speciale e temporaneo (*sandbox*) e ha demandato al Ministero dell'economia e delle finanze il compito di individuare le condizioni di accesso a quest'innovativa forma di regolamentazione. Uno strumento analogo è l'*innovation hub* di Banca d'Italia, un canale di dialogo tra gli operatori e l'autorità di vigilanza attraverso il quale gli attori del FinTech possono proporre soluzioni o proposte normative.

<sup>64</sup> Sembrano propendere per l'introduzione di una normativa *ad hoc* che si occupi dei *lending marketplace*, seppur con argomentazioni e un'incisività diverse, MACCHIAVELLO E., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit., 94; SCIARRONE-ALIBRANDI A., *Conclusioni*, cit., 250; MINNECI U., *L'informazione ai fruitori dei servizi*, in *Diritto del Fintech*, (a cura di) CIAN M. - SANDEI C., Padova, 2020, 89.

<sup>65</sup> Scelta che forse risulta essere condivisibile anche al fine di evitare l'ulteriore "ipertrofizzazione" del nostro ordinamento; sulla quantità e qualità delle regole nel nostro ordinamento, v. MOSCO

come è stato evidenziato, potrebbe essere assimilato ai servizi di: (i) gestione di mercati, (ii) consulenza in materia di investimenti, (iii) gestione individuale di portafogli, (iv) collocamento o ricezione e trasmissione di ordini <sup>66</sup>.

Tuttavia, ricondurre il *lending marketplace* all'interno di queste aree disciplinari non sembra essere un'operazione del tutto convincente: vi è il pericolo di una *over-regulation*, di porre costi eccessivi in capo ai protagonisti di quest'innovativa forma di finanziamento (ad esempio, in termini di *compliance*) senza garantire un'adeguata tutela degli operatori <sup>67</sup>.

In altri termini, si farebbe forte il rischio di imprigionare il *lending marketplace* in una gabbia di regole che costituirebbe, da un lato, un freno alla diffusione del fenomeno e, dall'altro lato, una risposta inadeguata alle esigenze di tutela che quest'ultimo pone.

Una diversa strada potrebbe essere quella di estendere – seppur con i necessari accorgimenti – la normativa in materia di *investment marketplace* al *lending marketplace*: un'opzione interpretativa che sembra essere coerente, da un lato, con i problemi sollevati dall'operatività delle piattaforme e il carattere innovativo del *lending marketplace* e, dall'altro lato, con le scelte compiute da alcuni legislatori nazionali e in ambito europeo.

Anzi tutto, non vi è dubbio che sia l'*investing marketplace*, sia il *lending marketplace* operano e sono costruiti intorno alla piattaforma online la quale pone in essere – tramite una varietà di compiti e prerogative – un'attività di facilitazione dell'incontro tra domanda e offerta di risorse economiche.

In entrambi i *marketplace*, la piattaforma non si limita alla semplice messa a

---

G.D., *La notte delle regole: responsabilità della politica e problemi di tecnica legislativa*, in AGE, 2013, 351.

<sup>66</sup> MACCHIAVELLO E., *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)*, cit., 152.

<sup>67</sup> V. MACCHIAVELLO E., *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)*, cit., 178; ID., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit, 70 per un'ampia illustrazione delle difficoltà insite nel ricondurre il *lending marketplace* alle aree disciplinari sopraindicate.

disposizione degli operatori di un luogo di incontro virtuale ma è caratterizzata anche da altri e rilevanti compiti: la scelta e (o) l'individuazione dell'investimento, la valutazione del merito creditizio del *crowd-borrower* e della serietà del progetto imprenditoriale oggetto della campagna, il monitoraggio dei crediti relativi ai prestiti non adempiuti e la predisposizione di *report* periodici sull'andamento dell'investimento, l'imposizione di commissioni diversamente graduate ai richiedenti e ai prestatori sono alcuni dei profili in comune tra le piattaforme di *investing* e *lending*.

In primo luogo, è quindi il carattere tecnologico comune – rappresentato, come detto, dalla piattaforma – a spingere verso una regolazione del *lending marketplace* che imponga per stessi servizi le medesime norme, quelle dell'*investing marketplace*.

Oltre al profilo tecnologico, l'assimilazione tra l'*investing marketplace* e il *lending marketplace* sembra essere una tendenza che sta emergendo in ambito europeo.

Infatti, l'equiparazione tra il *crowd-borrower* e l'investitore è presente sia nella *Ley de fomento de la financiación empresarial* spagnola, sia nella legge portoghese sul *Regime jurídico do financiamento colaborativo*<sup>68</sup>. Rispetto agli altri Paesi europei, la scelta del legislatore portoghese e spagnolo sembra essere particolarmente interessante poichè diretta a regolare in maniera unitaria sia

---

<sup>68</sup> La legge portoghese sul *Regime jurídico do financiamento colaborativo* n. 102/2015 del 24 agosto 2015 – e il relativo regolamento attuativo sul *Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo* n. 1/2016 della *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* – ha definito il “*financiamento colaborativo é o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, apartir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais*”.

L'art. 46 della legge spagnola *de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015 in materia di *financiación participativa* prevede che “*Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*”.

l'*investing marketplace*, sia il *lending marketplace* superando forse la tradizionale diffidenza verso lo *shadow banking system* <sup>69</sup>.

Una scelta che equipara l'operazione di *investing marketplace* a quella di *lending marketplace* e impone presidi analoghi per tutte le ipotesi nelle quali viene erogata una somma di danaro a titolo oneroso attraverso una piattaforma elettronica, indipendentemente dal tipo di ricompensa prevista in favore del soggetto prestatore (capitale di rischio o interessi sulla somma erogata).

Una scelta normativa che sembra coerente anche con la *policy* europea <sup>70</sup>.

In particolare, il Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese annovera tra i servizi di *crowdfunding* anche il prestito, ovvero sia "un accordo ai sensi del quale un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato" <sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> Sulla definizione di *shadow banking* v. EUROPEAN PARLIAMENT (2012), *Resolution of 20 November 2012 on Shadow Banking*, 2012/2115(INI) e per l'individuazione dei rischi ma anche delle possibilità insite in quest'ultimo v. COMMISSIONE EUROPEA (2013b), *Shadow Banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector*, (Communication) COM/2013/0614 final; FSB (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation-Recommendations of the Financial Stability Board*, <http://www.financialstabilityboard.org>; ID. (2015), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, <http://www.fsb.org/wpcontent/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>.

<sup>70</sup> Per un'analisi comparatistica delle normative di *lending* e *investing marketplace*, v. MACCHIAVELLO E., *Analisi comparata delle principali normative speciali europee in materia di marketplace lending*, cit., 208.

<sup>71</sup> Art. 2, lett. b), Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea del 20 ottobre 2020, che si inserisce nell'ambito della COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA dell'8 marzo 2018 COM (2018) 109 final, recante un *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, che è stata pubblicata a seguito di una consultazione pubblica svoltasi nel periodo marzo/giugno 2017 e i cui risultati sono consultabili su [https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-fintech\\_en](https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-fintech_en). In merito, PIRANI P.P., *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, cit., 339.

Sulla Proposta di Regolamento, v. MACCHIAVELLO E., *La Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, in *FINTECH. Introduzione ai*

Sembrano quindi sfumare sempre di più le differenze tra l'*investing marketplace* e *lending marketplace*, rivolgendosi il Regolamento europeo ai fornitori di servizi che consentono il matching tra l'interesse a finanziare attività economiche e titolari di progetti, mediante piattaforme di crowdfunding che svolgono un'attività di "intermediazione nella concessione di prestiti" e/o "di collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari"<sup>72</sup>.

Il Regolamento europeo sembra quindi assimilare la disciplina dell'*investing marketplace* a quella del *lending marketplace* in quanto, da un punto di vista dell'oggetto dell'offerta, si riferisce sia ai prestiti, sia ai valori mobiliari e, da un punto di vista soggettivo, individua l'investitore nel "soggetto che tramite una piattaforma di crowdfunding concede prestiti o acquisisce valori mobiliari", valorizzando il profilo tecnologico comune<sup>73</sup>.

In definitiva, anche il legislatore europeo sembra ritenere corretto assoggettare alla medesima disciplina tutti quei servizi di facilitazione nell'erogazione di risorse economiche – siano esse a titolo di capitale di rischio ovvero di debito – posti in essere attraverso l'utilizzo di piattaforme e in presenza dell'aspettativa di un ritorno economico in capo all'investitore o al *crowd-borrower*.

Infine, anche il legislatore italiano sembra aver avvalorato (seppur indirettamente) l'equiparazione tra *lending marketplace* e *investing marketplace*.

In particolare, la legge di bilancio 2019 ha esteso l'ambito di applicazione della normativa in tema di portali per la raccolta di capitali online anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese che possono

---

*profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M-T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2019, 163; ID., *FinTech e regolazione finanziaria: le principali problematiche e spunti per un'ottimale regolazione del fenomeno*, forthcoming in *Mercato, concorrenza e regole* 2019, 3, 431; ID., *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: The 'Crowdfunding Nature' Dilemma* (April 10, 2020). in <https://ssrn.com/abstract=3594353>.

<sup>72</sup> Art. 2, lett. a), Regolamento (UE) 2020/1503

<sup>73</sup> Volontà del legislatore europeo di assoggettare alla medesima disciplina l'*investing* e il *lending marketplace* che sembra, inoltre, confermata dalle fattispecie di *crowdfunding* che sembrano escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento (UE) 2020/1503: il *donation* e *reward crowdfunding*.

essere sottoscritti “nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob”<sup>74</sup>.

Se è vero che permangono comunque delle differenze sostanziali tra le obbligazioni e i prestiti oggetto del *lending marketplace*, non vi è dubbio che vi sono numerosi punti di contatto in tema di rapporto giuridico sottostante e collocazione al pubblico<sup>75</sup>.

Anzi tutto, sia le obbligazioni, sia i prestiti documentano un diritto di credito verso il soggetto emittente che trova origine in un rapporto giuridico di mutuo: in entrambi i casi vi è infatti l’obbligo del mutuatario di rimborsare il capitale prestato e gli interessi corrispettivi. Allo stesso modo, le obbligazioni e i prestiti rappresentano frazioni di un’unica operazione di finanziamento, predeterminata nell’ammontare e disciplinata da una regolamentazione convenzionale uniforme, differenziandosi il *lending marketplace* soltanto per l’assenza del requisito della standardizzazione.

Oltre alla causa giuridica alla base dell’operazione economica, sussistono punti di contatto tra l’oggetto del *lending marketplace* e le obbligazioni e i titoli di debito anche per quanto riguarda lo scopo perseguito dal soggetto emittente o dal *crowd-borrower*: reperire capitale di credito per finanziare un’attività d’impresa o un bisogno personale raccogliendo risorse economiche tra il pubblico risparmio.

Infine, sembra essere equiparabile anche la modalità attraverso la quale viene collocato tra il pubblico il prestito del *lending marketplace* e le obbligazioni.

L’emissione di obbligazioni e la loro successiva collocazione tra il pubblico è rivolta a un numero indistinto di destinatari e deve indicare, tra l’altro, l’oggetto e le

---

<sup>74</sup> Art. 1, comma 238, l. 30 dicembre 2018, n. 145: in merito, v. *supra* par. 2. *Considerazione che sembra trovare riscontro anche nella normativa secondaria; la Consob ha esercitato la delega prevista dall’art. 1, comma 238, l. n. 145/2018 estendendo la possibilità di sottoscrivere obbligazioni e titoli di debito tramite portali per la raccolta di capitali online anche a categorie di investitori diversi dai professionali.*

<sup>75</sup> *Affermazione che sembra trovare conferma soprattutto se si tengono in considerazione le caratteristiche delle obbligazioni, da un lato, e, dall’altro lato, quelle dei prestiti del lending marketplace.*

condizioni dell'offerta al fine di garantire che l'investitore sia in grado di decidere consapevolmente se sottoscrivere tali prodotti finanziari. Allo stesso modo, i prestiti del *lending marketplace* sono collocati tra un numero indistinto di destinatari e l'offerta deve indicare l'oggetto e le condizioni dell'operazione economica per permettere al *crowd-investor* di essere adeguatamente informato al momento della sottoscrizione del contratto.

Se quindi l'emissione del prestito obbligazionario è vincolata al rispetto di una serie di norme a tutela dell'investitore, anche nel *lending marketplace* tali informazioni – seppur senza alcun obbligo normativo – sono messe a disposizione del *crowd-borrower*.

Vi sono quindi diversi elementi che potrebbero far ritenere l'*investing marketplace* un'adeguata risposta normativa alle esigenze e caratteristiche del *lending marketplace*, seppur con i necessari adattamenti.

Una volta verificata "la tenuta" di questa opzione interpretativa, è necessario selezionare le norme in materia di *investing marketplace* che potrebbero trovare applicazione nei confronti del *lending marketplace*: sebbene l'approccio ermeneutico diretto ad equiparare i due *marketplace* sembra essere condividibile, non bisogna sottovalutare le differenze tra la fattispecie dei prestiti/strumenti di debito e quella di *equity* che giustificano, pur partendo da una base normativa comune, differenze.

Anzi tutto, la Parte II, Titolo I e II, del Regolamento sembra applicabile anche al *lending marketplace*, in quanto tale *corpus normativo* dispone:

- l'obbligo per i gestori delle piattaforme di iscrizione presso un apposito registro, a seguito di presentazione di una domanda di ammissione corredata da una relazione sull'attività svolta e sull'assetto organizzativo dell'impresa (v. artt. 4, 5, 6, 7 e All. 1 e 2);
- requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che detengono il controllo o che svolgono funzioni di amministrazione e controllo nell'impresa

societaria (v. artt. 8, 9 e 10);

- la sospensione, la decadenza o la cancellazione dal registro per i gestori che hanno ottenuto l'autorizzazione mediante dichiarazioni false o sono venuti meno i requisiti necessari per l'iscrizione al registro (artt. 11, 11 *bis* e 12).

Norme che ben si adatterebbero al *lending marketplace* in quanto dirette a tutelare chi investe nel *marketplace* – imponendo requisiti di onorabilità e professionalità in capo ai soggetti che operano all'interno della piattaforma *online* – e a garantire un'adeguata pubblicità e diffusione di notizie rilevanti per i *crowd-investor*.

In particolare, per quanto riguarda quest'ultimo profilo mi riferisco alla possibilità per il gestore del portale di: (i) comunicare l'attività di consulenza in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie eventualmente prestata in favore dell'offerente, (ii) pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dall'offerente, (iii) predisporre meccanismi di valorizzazione periodica dei prezzi delle eventuali transazioni svolte all'interno del *lending marketplace*, (iv) predisporre meccanismi diretti a facilitare i flussi informativi tra l'offerente e gli investitori.

Se non sembrano esserci particolari dubbi sull'applicazione al *lending marketplace* delle norme dirette a tutelare i *crowd-investor* e, in un'ottica più generale, ad accrescere la fiducia nei confronti di chi gestisce i portali, a una conclusione diversa si potrebbe pervenire per quanto riguarda i requisiti patrimoniali previsti dall'art. 7 *bis* del Regolamento.

Infatti, la dottrina che si è interrogata sul *set* di regole del *lending marketplace* sembra orientata a escludere l'applicazione a quest'ultimo di regole prudenziali, patrimoniali o di mitigazione del rischio <sup>76</sup>. Tuttavia, a me pare più opportuno prevedere un sistema generale di mitigazione o prevenzione del rischio

---

<sup>76</sup> V., seppur con sfumature diverse, MINNECI U., *L'informazione ai fruitori dei servizi*, cit, 89; SCIARRONE-ALIBRANDI A., *Conclusioni*, cit., 247; MACCHIAVELLO E., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit, 70.

che dovrebbe essere parametrato al tipo di attività svolta e alla dimensione economica del *lending marketplace*.

In altri termini, si potrebbe ipotizzare la costituzione di un fondo rischi diretto a coprire eventuali insolvenze dei *crowd-borrower* e i danni causati dalla piattaforma agli operatori attraverso una commissione annuale imposta sia ai richiedenti, sia agli investitori da parametrare a seconda del volume di affari e delle attività complementari a quella creditizia poste in essere dal *marketplace*.

Uno strumento giuridico che consentirebbe di tutelare i *crowd-investor* e coprire i danni causati agli utenti del *lending marketplace*, come nel caso di errata valutazione creditizia, attacchi *hacker* o utilizzo illegittimo dei dati personali da parte della piattaforma, senza “appesantire” gli operatori di oneri economici che non siano giustificabili alla luce del *business model* adottato.

Successivamente, il Titolo III del Regolamento prevede un *set* di regole di condotta che devono essere osservate dal gestore della piattaforma.

Doveri che vanno dall’agire con diligenza, correttezza e trasparenza (art. 13) all’obbligo di fornire in maniera dettagliata, chiara e non fuorviante le informazioni riguardanti l’offerta (art. 14) e il rischio di perdita del capitale investito e di illiquidità (art. 15), dall’obbligo di trattare gli ordini degli investitori in maniera rapida, corretta ed efficiente (art. 17), di assicurare la riservatezza delle informazioni acquisite da quest’ultimi (art. 19) e di conservazione della documentazione contrattuale per un periodo di almeno 5 anni (art. 20) fino all’obbligo di predisporre procedure interne per la segnalazione di eventuali irregolarità (art. 20-*bis*) e di comunicazione alla Consob (art. 21).

Mi sembra che la gran parte delle norme previste all’interno del Titolo III del Regolamento possano trovare applicazione anche nei confronti del *lending marketplace*: i doveri di informazione e *due diligence*, le regole di condotta e di organizzazione del portale *online*, di processazione e riservatezza degli ordini d’investimento sono diretti a tutelare posizioni giuridiche che sussistono sia

nell'*investing*, sia nel *lending marketplace*.

Tuttavia, una estensione automatica al *lending marketplace* di tutte le disposizioni contenute all'interno del Titolo III del Regolamento non sembra opportuna: è necessario parametrare tali regole di condotta al diverso rischio insito in un'operazione di *lending* rispetto a quella di *equity*.

In altri termini, in applicazione del principio di proporzionalità, potrebbe essere opportuno mitigare e/o snellire quelle norme – in materia di adesione di investitori professionali o di *investor education* – che sembrano trovare giustificazione esclusivamente nell'ambito di un'operazione di *equity*.

Se i provvedimenti sanzionatori e cautelari previsti dal Titolo IV del Regolamento sembrano applicabili anche al *lending marketplace*, un'operazione analoga non sembra possibile con riferimento a quanto previsto dalla Parte III del Regolamento.

Infatti, quest'ultima dispone obblighi di co-vendita della partecipazione sociale e di sottoscrizione dell'offerta da parte di investitori professionali (art. 24), di diritto di revoca o di recesso (art. 25) che potrebbero costituire una *over-regulation* rispetto ai rischi tipici del *lending marketplace*<sup>77</sup>. Un discorso diverso potrebbe, invece, essere fatto in relazione all'art. 25-bis del Regolamento che consente l'istituzione di una bacheca elettronica all'interno del portale per favorire lo scambio e la circolazione degli strumenti finanziari che sono stati oggetto di offerte concluse con successo.

Tale possibilità, oltre a essere già presente in molti *lending marketplace*, potrebbe rappresentare uno strumento in grado, da un lato, di diffondere ulteriormente tale fenomeno giuridico e, dall'altro lato, di garantire una pronta e rapida liquidità ai *crowd-investor* che intendono uscire dall'investimento svolto.

In conclusione, mi sembra che l'*investing marketplace* possa rappresentare

---

<sup>77</sup> Infatti non sembrano trovare applicazione neanche nell'ipotesi di offerte aventi a oggetto obbligazioni o titoli di debito.

una risposta chiara, efficace e in grado di tutelare gli interessi giuridici presenti in un *lending marketplace*; considerazione che non dovrebbe, tuttavia, determinare un'automatica e generalizzata estensione a quest'ultimo di tutte le norme previste dal Regolamento.

Investire in un'operazione di *equity* è diverso rispetto a un'operazione di *lending*: è quindi necessario calibrare, parametrare il grado di pervasività delle norme in relazione alla complessità e diversità delle attività poste in essere dalle singole piattaforme.

Un bilanciamento tra interessi da tutelare e pervasività delle norme, nel rispetto del principio di proporzionalità.

5. La pandemia in corso ha sconvolto tutti i dati macroeconomici, ha causato una profonda alterazione del ciclo economico e ha provocato una situazione forse non troppo diversa da quelle generate dagli attentati dell'11 settembre 2001 e dalla crisi finanziaria globale del 2008<sup>78</sup>.

Se negli ultimi anni i finanziamenti bancari (soprattutto a breve scadenza) sono diminuiti sensibilmente, la situazione è destinata ad aggravarsi nell'attuale periodo storico segnato dalla pandemia Covid-19 che ha posto le PMI innanzi a nuove e più gravi difficoltà di approvvigionamento.

In altri termini, la crisi legata al Covid-19 rende ancora più forte l'esigenza di individuare strumenti in grado di rafforzare la struttura finanziaria delle imprese italiane e, in quest'ottica, l'innovazione tecnologica può essere un volano per superare lo shock emergenziale.

Tra i diversi strumenti della finanza innovativa, il *lending marketplace* è quello che sembra attirare di più l'attenzione degli operatori economici.

Una crescita esponenziale del *lending marketplace* che è confermata anche dai volumi raccolti in ambito europeo e mondiale: a luglio 2018 le quattro più importanti piattaforme statunitensi hanno erogato 80 miliardi di dollari di prestiti a

---

<sup>78</sup> MOSCO G.D. – NIGRO C.A., *Covid-19 e Material Adverse Effect Clauses nelle operazioni di M&A*, in corso di pubblicazione su AGE, n. 2/2020, consultato grazie alla cortesia degli Autori.

consumatori e imprese e si stima che negli Stati Uniti il mercato del *lending* raggiungerà i 490 miliardi di dollari nel 2025, con una crescita annua costante del 53% <sup>79</sup>.

Nonostante la sua rilevanza economica, il *lending marketplace* non è stato oggetto di particolare attenzione da parte del legislatore italiano che si è limitato a estendere la normativa in materia di sistemi di pagamento a quest'innovativa forma di finanziamento senza considerare le peculiarità, l'attività e i compiti in concreto svolti dalle piattaforme online.

Dalla comparsa quindi delle prime piattaforme online e fino "all'esplosione" di quest'innovativa forma di finanziamento, è sembrato evidente che la principale questione posta dal *lending marketplace* fosse proprio l'inquadramento normativo.

In altri termini, osservando la dimensione del mercato del *lending* italiano sembra corretto ritenere che la distanza che separa l'Italia dagli altri Paesi europei in termini di volume complessivo di raccolta possa essere ricondotta essenzialmente a ragioni di natura regolamentare e quindi nell'assenza di una disciplina organica, chiara e in grado di rispettare il profilo innovativo del *lending marketplace*.

Quest'ultima affermazione sembra trovare conferma anche alla luce dell'analisi dei modelli di *business* delle piattaforme di *lending*. Infatti, quest'ultime pongono in essere un'attività che non è limitata al semplice trasferimento delle disponibilità liquide dal *crowd-investor* al *crowd-borrower* ma anche – e soprattutto – un'attività professionale, standardizzata e organizzata a supporto di quest'ultimi grazie all'utilizzo dell'innovazione tecnologica, *Big Data* e algoritmi.

Un'attività di affiancamento che si declina in numerosi compiti e prerogative e rende difficile ricondurre il *lending marketplace* alla disciplina degli istituti di pagamento.

Preso atto dell'inidoneità dell'attuale normativa in materia di *lending*

---

<sup>79</sup> V. *supra* par. 2.

*marketplace* a fornire una risposta chiara e efficiente agli operatori economici, confrontando i modelli di *business* delle piattaforme di *investing marketplace* e *lending marketplace* è emerso che vi sono numerosi punti di contatto tra quest'ultimi.

Infatti, entrambi i *marketplace* sono costruiti intorno alla figura della piattaforma online – la vera protagonista dell'operazione economica – che pone in essere un'attività – declinata diversamente – di facilitazione dell'investimento, profilatura dell'investitore, protezione del *crowd-borrower*, *report* sull'andamento dell'investimento in grado di avvicinare il *lending marketplace* all'area dei mercati, all'intermediazione mobiliare e non a quella della raccolta del risparmio tra il pubblico.

Anche a livello europeo, sembrano rivenirsi diverse conferme sulla presenza di numerosi punti di contatto tra *lending marketplace* e *investment marketplace* che giustificano – anche sotto tale profilo – l'opzione interpretativa che predilige l'accostamento del *lending marketplace* all'area dei mercati: il Regolamento europeo in materia di servizi di crowdfunding si rivolge ai soggetti che consentono l'abbinamento tra l'interesse a finanziarie attività economiche e titolari di progetti e agevolano la concessione di prestiti e ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti.

Le novità normative nazionali, europee e l'analisi dell'attività complementari delle piattaforme online – previsione di fondi di garanzia, attività di recupero dei crediti e la creazione di un mercato secondario – spingono verso per la riconducibilità del *lending marketplace* all'area dei mercati, sfumando sempre di più le differenze tra l'*investing marketplace* e il *lending marketplace*.

Una volta individuata la macroarea normativa di riferimento – come detto, quella dei mercati – è sembrato corretto ricercare la disciplina del *lending marketplace* sulla base di quanto previsto dal legislatore in materia di *investing marketplace*: un approccio ermeneutico condivisibile, senza ignorare le differenze

sostanziali tra prestiti/strumenti di debito e capitale di rischio. Infatti, pur originando da un sostrato normativo comune, vi sono differenze tra l'operazione di *debt* e di *equity* che non rendono possibile un'applicazione generalizzata di tutte le norme in materia di *investing marketplace* al *lending marketplace*.

In conclusione, l'attuale regolamentazione del *lending marketplace* non è in grado di tutelare le esigenze e i diritti del *crowd-lender* e *crowd-investor* e sembra essere un freno per la diffusione di questa innovativa forma di finanziamento. Inoltre, il confronto tra i modelli di *business* adottati dalle piattaforme d'*investing* e *lending* sembra spingere quest'ultimo verso l'area dei mercati e dell'intermediazione mobiliare e, all'interno di quest'ultima, il segmento disciplinare sul quale costruire la regolamentazione del *lending marketplace* sembra essere – con i necessari adattamenti – quello dell'*investing marketplace*.

**Pier Paolo Pirani**

*Dottorando di ricerca*

*nell'Università Luiss Guido Carli di Roma*

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**TRIBUNALE DELL'UNIONE EUROPEA**

**(DECIMA SEZIONE AMPLIATA)**

**6 LUGLIO 2022**

«Unione economica e monetaria – Unione bancaria – Meccanismo di risoluzione unico degli enti creditizi e di talune imprese di investimento (MRU) – Procedura di risoluzione applicabile in caso di dissesto o rischio di dissesto di un'entità – Decisione del CRU di non adottare un programma di risoluzione – Ricorso di annullamento – Atto lesivo – Interesse ad agire – Legittimazione ad agire – Ricevibilità parziale – Articolo 18 del regolamento (UE) n. 806/2014 – Competenza dell'autore dell'atto – Diritto di essere ascoltato – Obbligo di motivazione – Proporzionalità – Parità di trattamento»

Nella causa T-280/18,

**ABLV Bank AS**, con sede in Riga (Lettonia), rappresentata da O. Behrends, avvocato, ricorrente, contro

**Comitato di risoluzione unico (CRU)**, rappresentato da J. De Carpentier, E. Muratori e H. Ehlers, in qualità di agenti, assistiti da J. Rivas Andrés, avvocato, e da B. Heenan, solicitor, convenuto, sostenuto da

**Banca centrale europea (BCE)**, rappresentata da R. Ugena, A. Witte e A. Lefterov, in qualità di agenti, interveniente,

IL TRIBUNALE (Decima Sezione ampliata),

composto da A. Kornezov, presidente, E. Buttigieg, K. Kowalik-Bańczyk, G. Hesse (relatore) e D. Petrlík, giudici,

cancelliere: P. Cullen, amministratore

vista la fase scritta del procedimento, in particolare:

- il ricorso depositato presso la cancelleria del Tribunale il 3 maggio 2018,

- la memoria di intervento della BCE, depositata presso la cancelleria del Tribunale il 10 maggio 2019,
- la decisione del 17 marzo 2020 di sospendere la causa fino alla decisione della Corte conclusiva del procedimento nelle cause che hanno dato luogo alla sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE (C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369),
- le nuove prove depositate presso la cancelleria del Tribunale il 27 ottobre 2021, in seguito all’udienza del 28 ottobre 2021, ha pronunciato la seguente

**Sentenza**

1 Con il suo ricorso fondato sull’articolo 263 TFUE, l’ABLV Bank AS, ricorrente, chiede l’annullamento delle decisioni del Comitato di risoluzione unico (CRU) del 23 febbraio 2018 di non adottare alcun programma di risoluzione nei confronti degli enti creditizi ABLV Bank AS e ABLV Bank Luxembourg SA, ai sensi dell’articolo 18, paragrafo 1, del 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 (GU 2014, L 225, pag. 1).

[omissis]

**In diritto**

***Sulla ricevibilità***

23 Il CRU solleva quattro motivi di irricevibilità, vertenti, in sostanza, il primo, sul fatto che la ricorrente non avrebbe fondato il ricorso sul testo delle decisioni impugnate, bensì su quello del comunicato stampa, il secondo, sulla non impugnabilità delle decisioni impugnate, il terzo, sulla mancanza di legittimazione ad agire della ricorrente in quanto le decisioni impugnate non la riguarderebbero direttamente e il quarto, sulla mancanza di interesse ad agire della ricorrente.

[omissis]

*Sul motivo di irricevibilità vertente sulla non impugnabilità delle decisioni impugnate*

29 Secondo il CRU, le decisioni impugnate non sono atti impugnabili, dato che esse non sono intese a produrre effetti giuridici obbligatori tali da incidere sugli interessi della ricorrente, modificando in misura rilevante la sua situazione giuridica. Le decisioni impugnate non avrebbero ordinato la liquidazione dei due enti creditizi. Secondo il CRU, spettava alle ANR adottare le misure necessarie, conformemente al diritto nazionale applicabile, nei confronti di detti enti dopo aver deciso di non adottare un programma di risoluzione.

30 Occorre ricordare che costituiscono atti impugnabili, in linea di principio, i provvedimenti che stabiliscono in modo definitivo la posizione di un'istituzione al termine di un procedimento amministrativo e che sono intesi alla produzione di effetti giuridici obbligatori tali da incidere sugli interessi del ricorrente, con esclusione degli atti intermedi destinati a preparare la decisione finale, privi di tali effetti (v. sentenza del 18 novembre 2010, NDSHT/Commissione, C-322/09 P, EU:C:2010:701, punto 48 e giurisprudenza ivi citata).

31 Più in particolare, la Corte ha già considerato che, sebbene la valutazione effettuata dalla BCE del dissesto o rischio di dissesto di un'entità, di cui all'articolo 18, paragrafo 1, secondo e terzo comma, del regolamento n. 806/2014, non costituisca un atto impugnabile, tuttavia la successiva adozione da parte del CRU di un programma di risoluzione, conformemente all'articolo 18, paragrafo 6, di detto regolamento, o la decisione di non adottare un simile programma, possono essere oggetto di un ricorso dinanzi ai giudici dell'Unione, nell'ambito del quale detta valutazione può essere oggetto di sindacato giurisdizionale (v., in tal senso, sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 56).

32 Inoltre, l'articolo 86, paragrafo 2, del regolamento n. 806/2014 prevede che gli Stati membri e le istituzioni dell'Unione, al pari di qualsiasi persona fisica o giuridica, possono, a norma dell'articolo 263 TFUE, proporre un ricorso dinanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea avverso una tale decisione del CRU (v., in tal senso, sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 56).

33 Ne consegue che la decisione del CRU di adottare o meno un programma di risoluzione nei confronti di un ente creditizio è un atto impugnabile. Infatti, tale decisione stabilisce in modo definitivo la posizione del CRU al termine del procedimento amministrativo complesso

previsto dall'articolo 18 del regolamento n. 806/2014 e avviato con la valutazione del dissesto o rischio di dissesto di un'entità, la quale è effettuata, in un primo tempo, dalla BCE. Tale procedimento mira a produrre effetti giuridici obbligatori nei confronti della ricorrente dal momento che essa non sarà oggetto di risoluzione.

34 Inoltre, occorre sottolineare che una decisione di non adottare un programma di risoluzione, come le decisioni impugnate, è un atto impugnabile proprio come una decisione di adottare un simile programma. Infatti, la decisione di adottare una misura di risoluzione implica l'imposizione di strumenti di risoluzione di cui all'articolo 18, paragrafo 6, lettere b) e c), e all'articolo 22 del regolamento n. 806/2014, quali lo strumento per la vendita dell'attività d'impresa, lo strumento dell'ente-ponte, lo strumento di separazione delle attività, lo strumento del bail-in o ancora il ricorso al Fondo di risoluzione unico a sostegno dell'azione di risoluzione. Pertanto, la decisione di non adottare siffatti strumenti, alcuni dei quali possono consentire alla ricorrente di mantenere una parte delle sue attività, produce effetti giuridici obbligatori tali da incidere sugli interessi della ricorrente.

35 Infine, come emerge altresì dalle conclusioni dell'avvocato generale Campos Sánchez-Bordona nelle cause riunite ABLV Bank e a./BCE (C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:16, paragrafo 93), il rispetto del diritto ad una tutela giurisdizionale effettiva, sancito all'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (in prosieguo: la «Carta»), è garantito dal fatto che la decisione del CRU che conclude il procedimento di cui all'articolo 18 del regolamento n. 806/2014 è un atto impugnabile, di modo che eventuali illegittimità che inficino la valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente effettuata dalla BCE nella prima fase del procedimento, possano essere invocate a sostegno di un ricorso contro la suddetta decisione del CRU. Ne consegue che la ricorrente deve essere in grado di chiedere l'annullamento della decisione del CRU di adottare o di non adottare un programma di risoluzione nei suoi confronti.

36 Pertanto, le decisioni impugnate sono atti impugnabili.

*Sul motivo di irricevibilità vertente sulla mancanza di legittimazione ad agire della ricorrente*

37 Il CRU fa valere che le decisioni impugnate non riguardano direttamente la ricorrente. Queste ultime non avrebbero prodotto direttamente effetti sulla sua situazione giuridica e

lascerebbero piena discrezionalità alle ANR incaricate della loro attuazione. La liquidazione della ricorrente e della sua società figlia sarebbe il risultato di decisioni adottate a livello nazionale e non già dell'applicazione delle norme del diritto dell'Unione.

38 Occorre rilevare, anzitutto, che l'incidenza individuale nei confronti della ricorrente, ai sensi dell'articolo 263, quarto comma, TFUE, non è stata rimessa in discussione dal CRU. Infatti, le decisioni impugnate riguardano rispettivamente la ricorrente e la sua società figlia al 100% in quanto enti creditizi nei confronti dei quali il CRU non adotta alcun programma di risoluzione e, pertanto, individualizzano la ricorrente in modo analogo al destinatario. Le decisioni impugnate riguardano quindi individualmente la ricorrente.

39 Per quanto riguarda l'asserita assenza di incidenza diretta nei confronti della ricorrente nel caso di specie, occorre ricordare che la condizione secondo cui la decisione che costituisce oggetto del ricorso deve riguardare direttamente una persona fisica o giuridica che non è destinataria della stessa, come prevista all'articolo 263, quarto comma, TFUE, richiede la compresenza di due criteri cumulativi, ossia che la misura contestata, da un lato, produca direttamente effetti sulla situazione giuridica del singolo e, dall'altro, non lasci alcun potere discrezionale ai destinatari incaricati della sua attuazione, la quale ha carattere meramente automatico e deriva dalla sola normativa dell'Unione, senza intervento di altre norme intermedie (sentenze del 22 marzo 2007, Regione Siciliana/Commissione, C-15/06 P, EU:C:2007:183, punto 31; del 13 ottobre 2011, Deutsche Post e Germania/Commissione, C-463/10 P e C-475/10 P, EU:C:2011:656, punto 66, e del 6 novembre 2018, Scuola Elementare Maria Montessori/Commissione, Commissione/Scuola Elementare Maria Montessori e Commissione/Ferracci, da C-622/16 P a C-624/16 P, EU:C:2018:873, punto 42).

– *Sull'incidenza diretta nei confronti della ricorrente nei limiti in cui il ricorso è diretto contro la decisione SRB/EES/2018/10 relativa all'ABLV Luxembourg*

40 Occorre anzitutto rilevare che il ricorso è stato presentato dalla ricorrente in nome proprio avverso la decisione SRB/EES/2018/09 e in quanto società madre e unica azionista dell'ABLV Luxembourg per quanto riguarda la decisione SRB/EES/2018/10.

41 Occorre ricordare che, come risulta dal precedente punto 12, la decisione SRB/EES/2018/10 prevede che nessun programma di risoluzione sarà adottato nei confronti

dell'ABLV Luxembourg. Pertanto, tale decisione produce effetti sulla situazione giuridica di detto ente creditizio (v., in tal senso, ordinanza del 14 maggio 2020, Bernis e a./CRU, T-282/18, non pubblicata, EU:T:2020:209, punto 39).

42 Per contro, la decisione SRB/EES/2018/10 non produce direttamente effetti sulla situazione giuridica degli azionisti quali la ricorrente, poiché tale decisione non ha inciso sul diritto dei suddetti azionisti di percepire dividendi e di partecipare alla gestione dell'ABLV Luxembourg (v., per analogia, sentenza del 5 novembre 2019, BCE e a./Trasta Komerbanka e a., C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P, EU:C:2019:923, punto 110).

43 Infatti, come risulta dalla sentenza del 5 novembre 2019, BCE e a./Trasta Komerbanka e a. (C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P, EU:C:2019:923), l'effetto negativo per gli azionisti di una revoca dell'autorizzazione di un ente creditizio è di natura economica e non giuridica, poiché, anche qualora quest'ultimo non sia più in grado di proseguire la sua attività a seguito di tale revoca e, di fatto, di distribuire dividendi, il diritto degli azionisti di percepire dividendi e di partecipare alla gestione resta immutato (v., in tal senso, sentenza del 5 novembre 2019, BCE e a./Trasta Komerbanka e a., C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P, EU:C:2019:923, punto 111, e ordinanza del 14 maggio 2020, Bernis e a./CRU, T-282/18, non pubblicata, EU:T:2020:209, punto 41).

44 Nel caso di specie, ciò vale a maggior ragione in quanto la decisione SRB/EES/2018/10 prevede soltanto che l'ABLV Luxembourg non sarà sottoposta ad una procedura di risoluzione. Pertanto, contrariamente alla situazione di cui alla causa che ha dato luogo alla sentenza del 5 novembre 2019, BCE e a./Trasta Komerbanka e a. (C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P, EU:C:2019:923), detta decisione non ha né per oggetto né per effetto di revocare a detta banca l'autorizzazione ad esercitare un'attività di ente creditizio (v., in tal senso, ordinanza del 14 maggio 2020, Bernis e a./CRU, T-282/18, non pubblicata, EU:T:2020:209, punto 42).

45 Alla luce di quanto precede, si deve giungere alla conclusione che la decisione SRB/EES/2018/10 non riguarda direttamente la ricorrente ai sensi dell'articolo 263, quarto comma, TFUE.

– *Sull'incidenza diretta nei confronti della ricorrente nei limiti cui il ricorso è diretto contro la decisione SRB/EES/2018/09 relativa alla ricorrente*

46 Il presente ricorso è stato proposto dalla ricorrente in nome proprio nella misura in cui è diretto all'annullamento della decisione SRB/EES/2018/09.

47 In primo luogo, per quanto riguarda la questione se tale decisione produca direttamente effetti sulla situazione giuridica della ricorrente, occorre ricordare che, conformemente all'articolo 18 del regolamento n. 806/2014, se la BCE ritiene, nella sua valutazione, che l'entità interessata sia in dissesto o a rischio di dissesto ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, lettera a), di detto regolamento, ciò ha come conseguenza l'avvio della procedura prevista all'articolo 18 di tale regolamento. Per contro, se la BCE giunge alla conclusione opposta, la procedura di risoluzione non è avviata, poiché l'articolo 18, paragrafo 1, terzo comma, del regolamento n. 806/2014 dispone che la BCE deve comunicare la sua valutazione alla Commissione e al CRU soltanto qualora ritenga che l'entità sia in dissesto o a rischio di dissesto (v., in tal senso, sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punti 67 e 70).

48 Pertanto, da un lato, la conclusione del CRU, fondata sulla valutazione effettuata dalla BCE, secondo cui la ricorrente è in dissesto o a rischio di dissesto, è quindi una condizione sine qua non del dispositivo della decisione SRB/EES/2018/09 che prevede di non adottare alcun programma di risoluzione nei confronti della ricorrente. Pertanto, la conclusione secondo cui la ricorrente è in dissesto o a rischio di dissesto costituisce il necessario supporto all'articolo 1 del dispositivo di detta decisione. Di conseguenza, la decisione SRB/EES/2018/09, nella parte in cui constata il dissesto o rischio di dissesto della ricorrente produce direttamente effetti sulla situazione giuridica di quest'ultima ai sensi della giurisprudenza citata al precedente punto 39.

49 Dall'altro lato, come rilevato al punto 34 supra, la decisione di non adottare alcun programma di risoluzione e, pertanto, di non imporre strumenti di risoluzione ai sensi del regolamento n. 806/2014, alcuni dei quali sono idonei a consentire alla ricorrente di mantenere una parte delle sue attività, produce direttamente effetti sulla situazione giuridica di quest'ultima.

50 In secondo luogo, riguardo alla questione se tale decisione lasci un potere discrezionale ai destinatari incaricati della sua attuazione ai sensi della giurisprudenza ricordata al precedente punto 39, occorre constatare che ciò non si verifica nel caso di specie. Infatti, la decisione di

non adottare un programma di risoluzione nei confronti della ricorrente non lascia alcun potere discrezionale ai destinatari incaricati della sua attuazione, la quale ha carattere meramente automatico e deriva dalla sola normativa dell'Unione, senza intervento di altre norme intermedie. Infatti, l'ANR interessata non ha alcun margine discrezionale in relazione alla decisione del CRU secondo cui non sarà adottato alcuno strumento di risoluzione nei confronti della ricorrente, e tale decisione non richiede l'applicazione di alcuna norma o misura intermedia per produrre i suoi effetti giuridici obbligatori. Tale conclusione non è rimessa in discussione dal fatto che detta ANR possa essere indotta ad adottare misure di attuazione della decisione SRB/EES/2018/09, conformemente all'articolo 29, paragrafo 1, del regolamento n. 806/2014, il cui tenore è richiamato all'articolo 2, paragrafo 2, del dispositivo di detta decisione, poiché queste si collocano al di fuori dell'ambito del meccanismo di risoluzione (v., in tal senso, ordinanza del 14 maggio 2020, Bernis e a./CRU, T-282/18, non pubblicata, EU:T:2020:209, punto 43).

51 In particolare, la liquidazione della ricorrente, conformemente al diritto lettone, si colloca al di fuori di qualsiasi programma di risoluzione e non deriva dalla decisione SRB/EES/2018/09. Infatti, detta liquidazione è stata decisa dagli azionisti di tale società a seguito della decisione in parola del CRU, ai sensi della quale non era necessario nell'interesse pubblico applicare un programma di risoluzione alla ricorrente conformemente al regolamento n. 806/2014 (v., in tal senso, sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 49). Pertanto, la liquidazione non è stata ordinata con tale decisione (v., in tal senso, ordinanza del 14 maggio 2020, Bernis e a./CRU, T-282/18, non pubblicata, EU:T:2020:209, punto da 39 a 45).

52 Da quanto precede risulta che la ricorrente non è legittimata ad agire avverso la decisione SRB/EES/2018/10 e che il ricorso è irricevibile nei limiti in cui è diretto contro la medesima decisione. Per contro, essa dispone di una tale legittimazione ad agire nei confronti della decisione SRB/EES/2018/09.

*Sul motivo di irricevibilità vertente sulla mancanza di interesse ad agire della ricorrente*

53 Secondo il CRU, la ricorrente non ha dimostrato di avere un interesse ad agire reale e attuale. Essa non avrebbe dimostrato in che modo trarrebbe beneficio dall'annullamento delle

decisioni impugnate. Per quanto riguarda gli interessi invocati dalla ricorrente in quanto le decisioni impugnate avrebbero leso la reputazione degli enti creditizi, il CRU sostiene che la ricorrente non è stata pregiudicata dalle decisioni impugnate, bensì dal progetto di misura del FinCEN o dalla valutazione del dissesto o rischio di dissesto dei due enti creditizi effettuata dalla BCE. L'interesse consistente nella possibilità di proporre un ricorso per risarcimento non sarebbe un interesse reale e attuale nel contesto del presente ricorso di annullamento. Infine, nell'ipotesi in cui la ricorrente abbia subito un danno, quest'ultimo sarebbe il risultato della decisione degli azionisti di procedere alla sua autoliquidazione.

54 Occorre ricordare che, conformemente a una giurisprudenza costante della Corte, un ricorso di annullamento proposto da una persona fisica o giuridica è ricevibile solo ove quest'ultima abbia un interesse all'annullamento dell'atto impugnato. Un tale interesse presuppone che l'annullamento di detto atto possa produrre di per sé conseguenze giuridiche e che il ricorso possa pertanto, con il suo esito, procurare un beneficio alla parte che lo ha proposto (v. sentenza del 17 settembre 2015, *Mory e a./Commissione*, C-33/14 P, EU:C:2015:609, punto 55 e giurisprudenza ivi citata).

55 È pacifico che, pur chiedendo l'annullamento integrale della decisione SRB/EES/2018/09, la ricorrente non critica il rifiuto di attuare un programma di risoluzione, ma si oppone, in sostanza, alle conclusioni del CRU secondo le quali era in dissesto o a rischio di dissesto e non si poteva ragionevolmente prospettare che altre misure evitassero tale dissesto.

56 Tuttavia, la presente causa è caratterizzata da particolarità che, a motivo di ciò, non consentono di negare l'interesse ad agire della ricorrente.

57 Da un lato, come risulta altresì dai precedenti punti 47 e 48, se la BCE giunge alla conclusione che l'entità interessata non è in dissesto o a rischio di dissesto, nessuna valutazione è trasmessa al CRU e la procedura di risoluzione non è quindi avviata. La valutazione del dissesto o rischio di dissesto, dal momento che essa è adottata dal CRU, è dunque una condizione preliminare sine qua non dell'avvio della procedura di risoluzione prevista dall'articolo 18 del regolamento n. 806/2014 e, quindi, di una decisione formale di adottare o di non adottare un programma di risoluzione.

58 Pertanto, la motivazione della decisione SRB/EES/2018/09, in particolare la valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente da parte della BCE, adottata dal CRU, costituisce il necessario supporto al dispositivo di tale decisione. Infatti, se il Tribunale dovesse concludere che detta valutazione era errata, la procedura che ha dato luogo a tale decisione non avrebbe dovuto essere avviata nei confronti della ricorrente.

59 Dall'altro lato, ai fini dell'esercizio delle sue attività bancarie, l'entità interessata ha un legittimo interesse a non essere oggetto di una valutazione da cui risulti che essa è in dissesto o a rischio di dissesto.

60 Alla luce di quanto precede, si deve concludere che la ricorrente dimostra un interesse ad agire per l'annullamento della decisione SRB/EES/2018/09.

61 Il ricorso è quindi irricevibile nei limiti in cui è diretto contro la decisione SRB/EES/2018/10 e ricevibile nei limiti in cui è diretto all'annullamento della decisione SRB/EES/2018/09.

***Nel merito***

[omissis]

*Sul terzo e sul quarto motivo, vertenti sulla violazione dell'articolo 18, paragrafo 1, lettere a) e b), del regolamento n. 806/2014*

87 Il terzo e il quarto motivo, che occorre trattare congiuntamente, sono costituiti, rispettivamente, da una parte e da quattro parti. Nell'ambito del quarto motivo, che occorre affrontare per primo, la ricorrente fa valere, in primo luogo, che erroneamente il CRU non ha effettuato un esame specifico della condizione prevista all'articolo 18, paragrafo 1, lettera a), del regolamento n. 806/2014. Il CRU si sarebbe basato interamente sulla valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente effettuata dalla BCE. In secondo luogo, per quanto riguarda tale valutazione, la ricorrente sostiene che i problemi di liquidità temporanei che essa ha incontrato a seguito del progetto di misura del FinCEN non costituiscono di per sé un motivo sufficiente per considerarla in dissesto o a rischio di dissesto. Conformemente agli orientamenti ABE/GL/2015/07 dell'Autorità bancaria europea (ABE), del 6 agosto 2015, sull'interpretazione delle diverse situazioni nelle quali un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto (articolo 32, paragrafo 6, della direttiva 2014/59/UE) (in prosieguo: gli «orientamenti

dell'ABE»), si raccomanderebbe di tener conto di tutti gli elementi oggettivi e si sconsiglierebbe di fondare la valutazione del dissesto o del rischio di dissesto di un'entità su un solo elemento, quale la disponibilità immediata di liquidità. In terzo luogo, la ricorrente sostiene che l'importo richiesto dalla BCE di EUR 1 miliardo disponibile sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia, prima dell'eventuale revoca della moratoria, il 23 febbraio 2018, era sproporzionato. Infatti, la BCE avrebbe sovrastimato il ritiro di depositi previsto in caso di riapertura della ricorrente basandosi su una media di ritiri di EUR 200 milioni al giorno per un periodo di cinque giorni consecutivi. In quarto luogo, la ricorrente deduce una serie di argomenti a sostegno della sua tesi secondo cui la BCE non ha preso in considerazione tutte le sue attività liquide, soprattutto quelle alle quali essa non aveva accesso immediatamente. Nell'ambito del terzo motivo, la ricorrente fa valere che il CRU non ha esaminato a sufficienza se si potesse ragionevolmente prospettare che altre misure evitassero il suo dissesto.

[omissis]

– *Sulla questione se il CRU fosse legittimato a fondarsi sulla valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente da parte della BCE*

103 La ricorrente fa valere, nella replica, che il CRU non poteva fondarsi unicamente sulla valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente effettuata dalla BCE senza procedere esso stesso ad un proprio esame. Tale censura, che occorre esaminare per prima, deve essere respinta indipendentemente dalla questione se si tratti di una censura nuova ai sensi dell'articolo 84, paragrafo 1, del regolamento di procedura.

104 Infatti, tale censura equivale a non riconoscere il ruolo della BCE nel sistema istituito dall'articolo 18 del regolamento n. 806/2014, come rilevato dalla Corte nella sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE (C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369).

105 È vero che il CRU non è vincolato dalla valutazione di dissesto o rischio di dissesto di un'entità effettuata dalla BCE. Infatti, tale valutazione non è un atto vincolante e, in particolare, non pone il CRU in una situazione di competenza vincolata in relazione a tale valutazione. Nulla nel testo di tale disposizione indica che il CRU sia privato di un potere discrezionale in relazione al dissesto o al rischio di dissesto dell'entità in questione (v., in tal senso, sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 67).

106 Tuttavia, l'articolo 18, paragrafo 1, secondo comma, del medesimo regolamento attribuisce un ruolo prioritario, anche se non è esclusivo, alla BCE, poiché spetta a quest'ultima, di norma, procedere, in un primo momento, alla valutazione del dissesto o rischio di dissesto di un'entità. Sebbene anche il CRU possa procedere a una simile valutazione, ciò può avvenire solo dopo aver informato la BCE della sua intenzione di farlo e solo se quest'ultima non effettua una valutazione entro tre giorni di calendario dal ricevimento di tale informazione. Alla BCE è quindi riconosciuta una competenza prioritaria per procedere a una simile valutazione, fondata sulla perizia di cui essa dispone in qualità di autorità di vigilanza, poiché, avendo accesso, in tale qualità, a tutte le informazioni prudenziali relative all'entità interessata, essa è la più idonea a determinare – alla luce della definizione di dissesto o rischio di dissesto di cui all'articolo 18, paragrafo 4, di tale regolamento, che fa riferimento, in particolare, ad elementi connessi alla situazione prudenziale quali le condizioni di autorizzazione, l'importo delle attività rispetto alle passività o l'indebitamento attuale o futuro – se tale condizione è soddisfatta (v., in tal senso, sentenza del 6 maggio 2021, *ABLV Bank e a./BCE*, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 62).

107 Nella specie, il CRU ha esposto, al punto 3.2.1 della decisione impugnata *SRB/EES/2018/09*, fondandosi sulla valutazione effettuata dalla BCE, che la ricorrente era considerata in dissesto o a rischio di dissesto ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, lettera a), del regolamento n. 806/2014, in combinato disposto con l'articolo 18, paragrafo 4, lettera c), del medesimo regolamento, per il motivo che, se la moratoria fosse stata revocata dopo il 23 febbraio 2018, sarebbe stato molto probabile che i deflussi di cassa degli enti sarebbero proseguiti allo stesso ritmo di prima dell'introduzione della stessa, tenuto conto della lesione della sua reputazione causata dal progetto di misura del FinCEN. Pertanto, il CRU ha fatto propria la valutazione della BCE secondo cui la ricorrente doveva disporre di una capacità di compensazione di EUR 1 miliardo sul suo conto presso la Banca di Lettonia, importo che consentiva di rispondere all'entità dei ritiri previsti nei cinque giorni immediatamente successivi alla revoca della moratoria. Dato che tale capacità di compensazione non è stata raggiunta, il CRU ha altresì fatto propria la stima della BCE secondo cui la ricorrente

probabilmente non sarebbe stata in grado, in un prossimo futuro, di pagare i suoi debiti alla scadenza e che era in dissesto o a rischio di dissesto.

108 In tali circostanze e tenuto conto dell'ampio margine discrezionale di cui disponeva il CRU in applicazione della giurisprudenza menzionata ai precedenti punti da 91 a 94 nell'ambito della valutazione economica complessa costituita dalla valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente, il CRU, pur non essendo vincolato dall'esame e dalla stima della BCE, non è incorso in alcun errore di diritto fondandosi su quest'ultima, dato che la BCE era l'istituzione nella posizione migliore per effettuare la valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente.

109 L'argomentazione della ricorrente non può quindi essere accolta.

– *Sulla valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente, fondata essenzialmente sulla sua crisi di liquidità*

110 Secondo la ricorrente, la BCE ha erroneamente ritenuto che un problema temporaneo di accesso a talune liquidità giustificasse la conclusione secondo la quale essa era in dissesto o a rischio di dissesto. La BCE si sarebbe basata su una sola circostanza, vale a dire la carenza temporanea di cassa a seguito dei ritiri in massa durante il periodo tra il 14 e il 16 febbraio 2018, e non avrebbe tenuto sufficientemente conto della situazione globale della ricorrente. Quest'ultima sostiene che né il suo coefficiente di copertura né la sua forte capitalizzazione sono stati presi sufficientemente in considerazione. Risulterebbe in particolare dagli orientamenti dell'ABE che tutti gli elementi oggettivi che accompagnano le difficoltà di un ente creditizio dovrebbero essere ponderati al fine di determinare se quest'ultimo sia in dissesto o a rischio di dissesto.

111 Occorre anzitutto rilevare che, conformemente all'articolo 18, paragrafo 4, del regolamento n. 806/2014, l'entità è considerata in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle situazioni elencate alle lettere da a) a d) di detta disposizione. Nel caso di specie, la BCE ha ritenuto che la ricorrente non fosse, o vi fossero elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarebbe stata in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza, ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 4, lettera c), del medesimo regolamento. Come correttamente fatto valere dalla BCE, dall'articolo 18 del regolamento

n. 806/2014 non risulta che la BCE e il CRU debbano tener conto di elementi quali il coefficiente di copertura o la capitalizzazione di un ente creditizio prima di poter concludere che quest'ultimo sia in dissesto o a rischio di dissesto.

112 Tale considerazione non può essere rimessa in discussione dagli orientamenti dell'ABE. Infatti, secondo il punto 5 della loro versione in lingua inglese, detti orientamenti mirano a promuovere, in forza dell'articolo 32, paragrafo 6, della direttiva 2014/59, la convergenza delle prassi di vigilanza e di risoluzione in materia di interpretazione delle diverse situazioni nelle quali un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto. La BCE sostiene correttamente che tali orientamenti non possono essere interpretati in contrasto con il regolamento n. 806/2014 e che non impongono quindi condizioni supplementari che non derivano dall'articolo 18 di detto regolamento.

113 In ogni caso, conformemente al punto 14 degli orientamenti dell'ABE, nella versione in lingua inglese, l'autorità di risoluzione dovrebbe valutare gli elementi oggettivi in relazione, in particolare, alla posizione patrimoniale dell'ente creditizio e alla sua posizione di liquidità. Orbene, secondo il punto 16 della versione in lingua inglese di tali orientamenti, sebbene nella maggior parte dei casi, vari fattori contemplati in detti orientamenti – e non uno soltanto di essi – dovrebbero contribuire all'accertamento che un ente è in dissesto o a rischio di dissesto, tuttavia, possono presentarsi situazioni in cui il soddisfacimento di una sola condizione, in funzione della sua gravità e del suo impatto prudenziale, può essere sufficiente a far scattare misure di risoluzione. Contrariamente a quanto fatto valere dalla ricorrente, dagli orientamenti dell'ABE non risulta quindi che diverse condizioni o fattori debbano essere necessariamente presi in considerazione prima di poter concludere che un ente creditizio non è o non sarà in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza nel prossimo futuro.

114 Inoltre, come fatto valere dalla BCE, la presenza di liquidità è fondamentale per un ente creditizio, dato che la sua funzione principale è quella di ricevere depositi dal pubblico e di reinvestirli nell'economia reale concedendo prestiti. Tale funzione di intermediario si basa sulla premessa che un depositante debba essere in grado di farsi restituire i depositi su richiesta, in linea di principio nell'immediato. Se una banca non può rimborsare i fondi dei depositanti, ciò incide non solo sulla fiducia in tale ente creditizio, ma anche, potenzialmente, per

propagazione, sulla fiducia in tutto il sistema bancario. È pacifico, peraltro, che i fenomeni di ritiro in massa dei depositi riguardano non soltanto enti creditizi in difficoltà, ma anche enti sani a seguito di una perdita di fiducia del pubblico nella solidità di tale sistema (v., in tal senso, sentenza del 4 ottobre 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, punto 56 e giurisprudenza ivi citata).

115 Di conseguenza, in circostanze come quelle del caso di specie caratterizzate da ritiri in massa di depositi a seguito del venir meno della fiducia tra l'ente creditizio e la sua clientela, il coefficiente di copertura di tale ente e la sua capitalizzazione sono di minore importanza rispetto alla disponibilità immediata di liquidità all'interno di tale ente. L'argomentazione della ricorrente deve pertanto essere respinta.

– *Sulla conclusione della BCE secondo la quale la ricorrente doveva disporre, per evitare il suo dissesto, di EUR 1 miliardo in contanti detenuti presso la Banca di Lettonia il 23 febbraio 2018 alle ore 18:00*

116 La ricorrente fa valere, in sostanza, che la capacità di compensazione nella misura di EUR 1 miliardo sul suo conto presso la Banca di Lettonia, considerata necessaria dalla BCE per rimborsare i depositi che potevano essere ritirati a breve termine al momento di un'eventuale riapertura della ricorrente dopo una revoca della moratoria, era sproporzionata.

117 In primo luogo, la ricorrente sostiene che la valutazione del dissesto o rischio di dissesto da parte della BCE, ripresa dal CRU, non ha tenuto conto del fatto che depositi a vista, senza scadenza, quindi esigibili nell'immediato, erano stati convertiti in depositi a termine per un importo di EUR 449 milioni il 22 febbraio 2018. Secondo la ricorrente, tali depositi non sarebbero esigibili, senza il suo consenso, per un periodo di sei mesi dopo la conversione, ragion per cui tali depositi non potevano essere richiesti a breve termine. L'importo dei depositi immediatamente esigibili ammonterebbe quindi a EUR 1 596 miliardi e non a EUR 2 043 miliardi, come stimato dalla BCE.

118 In secondo luogo, ad avviso della ricorrente, la tesi della BCE in base alla quale i ritiri di depositi sarebbero proseguiti allo stesso ritmo dei tre giorni precedenti la sospensione dei pagamenti, dal 14 al 16 febbraio 2018, vale a dire ritiri di EUR 200 milioni in media al giorno, non è fondata. Nulla dimostrerebbe che il ritiro dei depositi avrebbe ripreso in modo lineare

dopo l'eventuale revoca della moratoria. Essa fa valere che, dopo la revoca iniziale dei depositi più volatili, resterebbe un saldo di base di depositi più stabili. Su tale punto, la ricorrente fa riferimento al processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (internal liquidity adequacy assessment process, ILAAP), approvato dalla BCE nell'ambito della sua decisione più recente vertente sul processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) del 2017, da cui risulterebbe che gran parte dei depositi a vista sarebbe stabile e godrebbe della fiducia dei depositanti.

119 Inoltre, il volume dei deflussi sarebbe stato già meno elevato il 16 febbraio 2018 rispetto al giorno precedente. I tentativi di ritirare somme tramite Internet riguarderebbero solo EUR 28 milioni per giorno lavorativo durante la moratoria. Inoltre, la ricorrente avrebbe già assolto un numero considerevole dei suoi obblighi di pagamento in dollaro statunitense con trasferimenti di titoli in euro anche se, il 15 febbraio 2018, essa aveva deciso di sostituire i versamenti in dollaro statunitense con versamenti in euro o in natura e, a partire dal 16 febbraio, di cessare completamente i versamenti sui debiti espressi in dollaro statunitense, invocando una causa di forza maggiore. Nel corso di tale periodo di forza maggiore, EUR 167 milioni sarebbero stati ancora versati in natura per obblighi di pagamento in dollaro statunitense della ricorrente. Sarebbe altamente improbabile che le richieste di ritiro di depositi immediatamente dopo la revoca della moratoria riguardino importi di EUR 200 milioni al giorno.

120 In risposta a tali argomenti, in primo luogo, occorre rilevare, al pari della BCE, che non vi era garanzia che i depositi convertiti in depositi a termine non sarebbero stati ritirati a breve termine, eventualmente con il pagamento di una penale. La BCE ha inoltre sottolineato, all'udienza di discussione, che la grande maggioranza dei depositanti non aveva accettato la conversione in deposito a termine. Essa ne ha dedotto che tali depositanti che avevano rifiutato la conversione potevano reclamare la restituzione dei loro depositi a breve termine. Si trattava di depositi per un valore di EUR 1 596 miliardi. Inoltre, essa ha rilevato che la conversione di un certo numero di depositi non ha cambiato la stima secondo la quale i ritiri sarebbero proseguiti ad un ritmo di EUR 200 milioni al giorno in media e che occorreva, pertanto, che la ricorrente disponesse di una capacità di compensazione di un miliardo di euro prima dell'eventuale riapertura di tale ente creditizio.

121 Gli argomenti invocati dalla ricorrente non sono idonei a rimettere in discussione la valutazione dei fatti da parte della BCE. Infatti, la ricorrente si limita ad affermare, senza fornire prove a sostegno, che riguardo ai depositi a termine era stato convenuto che questi ultimi non sarebbero stati richiesti per un periodo di sei mesi. In ogni caso, anche supponendo che tale affermazione sia provata e suffragata, essa non inficerebbe la stima della BCE secondo cui i ritiri sarebbero probabilmente proseguiti alla stessa velocità e nella stessa ampiezza dopo un'ipotetica riapertura dell'entità di cui trattasi e che occorreva pertanto disporre di un importo elevato di liquidità per provvedere alle richieste nei cinque giorni successivi a tale riapertura. Infatti, i depositi non convertiti ammonterebbero ancora a EUR 1 596 miliardi, importo che supera ampiamente la capacità di compensazione di EUR 1 miliardo richiesto dalla BCE.

122 In secondo luogo, nulla nel fascicolo di cui dispone il Tribunale consente di mettere in discussione la stima della BCE secondo cui le valutazioni interne passate dell'adeguatezza della liquidità della ricorrente, invocate da quest'ultima, avevano un valore limitato al momento della situazione eccezionale che ha dato luogo alla decisione SRB/EES/2018/09. È vero che l'ILAAP della ricorrente era stato approvato dalla BCE nel 2017, ma è pacifico che la ricorrente, nel febbraio 2018, si è trovata di fronte ad una situazione imprevista di ritiri in massa dei depositi a seguito di una perdita di fiducia del pubblico nella solidità di tale ente creditizio, e ciò indipendentemente dalla questione se essa fosse un ente sano o in difficoltà.

123 In tali circostanze straordinarie, la BCE non ha commesso alcun errore manifesto di valutazione nel fondarsi sull'ammontare dei ritiri di depositi dal 14 al 16 febbraio 2018, che rifletteva adeguatamente la situazione di tale ente creditizio al momento della valutazione del dissesto o rischio di dissesto e dell'adozione della decisione impugnata. Infatti, come giustamente fatto valere dalla BCE, l'utilizzo della media dei deflussi di cassa di EUR 200 milioni al giorno dal 14 al 16 febbraio 2018 ai fini del calcolo della riserva di liquidità prevista alla data limite si spiega con il fatto che, durante una crisi di liquidità, i ritiri di cassa possono essere volatili e che la presa in considerazione di una media riduce il rischio di errore di calcolo. Inoltre, la BCE si è basata su dati non contestati, obiettivi e attuali al momento dell'adozione della decisione SRB/EES/2018/09. Tenuto conto della lesione della reputazione della ricorrente

e della mancanza di fiducia che ne è derivata, la BCE non ha commesso alcun errore manifesto di valutazione nel ritenere che i ritiri sarebbero proseguiti allo stesso ritmo dopo la revoca della moratoria, dato che nel frattempo non si è verificato alcun evento idoneo a rassicurare i mercati.

124 Del resto, non può essere accolto neppure l'argomento della ricorrente secondo cui l'entità dei ritiri avrebbe dimostrato una tendenza al ribasso tra il 14 e il 16 febbraio 2018. A tale riguardo, la BCE ha indicato, all'udienza di discussione, senza essere contraddetta, che l'importo dei ritiri era più elevato il 15 febbraio rispetto al 14 febbraio, di modo che non vi era modo di constatare una tendenza al rialzo, né al ribasso. L'argomento della ricorrente deve pertanto essere respinto.

– *Altri argomenti riguardanti la valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente da parte della BCE, adottata dal CRU*

125 La ricorrente deduce una serie di altri argomenti a sostegno della sua contestazione del risultato della valutazione del dissesto o rischio di dissesto da parte della BCE, adottata dal CRU. In tal senso, essa fa valere, in sostanza, che la BCE non ha tenuto conto di tutte le attività liquide di cui disponeva o poteva disporre. La BCE avrebbe tenuto conto dell'importo di EUR 694 milioni disponibili alla data limite, il 23 febbraio 2018 alle ore 18:00, sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia e non avrebbe considerato le attività che non figuravano su tale conto. La ricorrente afferma, in sostanza, che la BCE ha erroneamente escluso una serie di attività per un valore di EUR 690 milioni, attività che avrebbero potuto essere convertite in contanti se la BCE l'avesse richiesto. Tali attività sarebbero state disponibili in tempi ragionevoli di pari passo con il ritiro dei depositi.

126 Per quanto riguarda, anzitutto, il fatto che solo le attività liquide sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia sono state prese in considerazione dalla BCE, occorre rilevare che quest'ultima ha confermato, all'udienza di discussione, che solo la liquidità disponibile su tale conto era per essa verificabile, mentre la disponibilità immediata di altre attività non era controllabile. Per il resto, l'argomento della ricorrente secondo cui essa non era stata informata del fatto che solo le liquidità disponibili su tale conto potevano essere prese in considerazione per calcolare la capacità di compensazione alla data limite non può che essere

respinto. Come fatto valere dalla BCE, al punto 93 della memoria di intervento e senza essere contraddetta, tale requisito è stato comunicato chiaramente ai rappresentanti della ricorrente, in particolare in occasione di una riunione del 20 febbraio 2018, il cui resoconto figura nell'allegato F.4.1 della memoria di intervento della BCE.

127 La ricorrente non può validamente contestare alla BCE di non aver distinto tra le liquidità in suo possesso e l'accesso a queste ultime, dato che talune attività erano temporaneamente inaccessibili. Infatti, la ricorrente non ha dimostrato che l'accesso a tali liquidità sarebbe stato ripristinato tempestivamente per soddisfare la domanda di ritiri di depositi.

128 Ne consegue che la BCE ha preso in considerazione e valutato le attività menzionate dalla ricorrente, ma che essa ha fondato, a motivo dell'incertezza riguardo alla disponibilità immediata di tali attività, la sua conclusione sulle sole attività concretamente disponibili sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia alla data limite.

129 La BCE ha spiegato, a tale riguardo, ai punti da 15 a 19 della memoria di intervento, che le attività liquide che un ente creditizio detiene per far fronte ai deflussi di cassa provengono principalmente da due fonti. La prima fonte è costituita da contanti, che sono, in linea di principio, conti in contanti detenuti presso la banca centrale o presso altri operatori, ai quali l'ente in questione può avere accesso su richiesta. La seconda fonte di liquidità è costituita da taluni titoli negoziabili di alta qualità che possono essere dati in garanzia, generalmente dopo l'applicazione di uno scarto di garanzia sul valore nominale, per ottenere un prestito in contanti presso una banca centrale o un partner o che possono essere ceduti a pronti a un terzo per ottenere il prezzo in contanti. L'ottenimento di un prestito richiede che il depositario detentore dei titoli dia tali titoli in garanzia, mentre la cessione di titoli può richiedere più tempo, dato che implica l'assistenza di ulteriori operatori, oltre al depositario che detiene il titolo, quali il depositario centrale di titoli e la banca commerciale o centrale.

130 Essa ha poi sostenuto che i fondi esistenti sui conti in contanti, in particolare quelli detenuti presso una banca centrale, erano immediatamente disponibili per una banca che necessitava di liquidità per rimborsare depositanti e altri creditori. Tuttavia, il prestito sui mercati monetari o l'ottenimento di contanti presso fonti diverse dalla banca centrale dipende dalla volontà dei partner commerciali. Il finanziamento sul mercato non può quindi essere

considerato come acquisito e può essere limitato, o essere oggetto di scarti di garanzia molto consistenti applicati alle garanzie o, talvolta, essere completamente indisponibile. Tenuto conto di tali restrizioni al finanziamento sul mercato, numerose banche centrali conservano una funzione di prestatore di ultima istanza, nell'ambito della quale concedono generalmente prestiti di emergenza in contanti alle banche commerciali in cambio di garanzie, nelle situazioni in cui gli altri operatori attivi sul mercato non sono disposti a farlo.

131 In tale contesto, sempre secondo la BCE, la soluzione alla crisi di liquidità della ricorrente, su cui quest'ultima e la ricorrente hanno concordato, era quella di cercare di trasformare le attività ritenute liquide di tale ente creditizio in un importo in contanti sufficiente, una capacità di compensazione, che sarebbe immediatamente accessibile alla banca senza alcuna restrizione al fine di rispondere alle richieste di ritiro.

132 Orbene, dato che diversi partner detentori di valori mobiliari della ricorrente non hanno inteso liberare le attività di quest'ultima a motivo del progetto di misura del FinCEN e che la maggior parte delle banche corrispondenti della ricorrente hanno posto fine ai loro rapporti d'affari o hanno imposto limiti significativi agli importi delle operazioni, solo i saldi di cassa o i titoli detenuti presso la Banca di Lettonia potevano essere considerati immediatamente accessibili al fine di rispondere alle future richieste di ritiro dei depositi, secondo la BCE.

133 Alla luce di quanto precede, la BCE ha fornito una spiegazione plausibile delle ragioni per le quali le attività di cui non era provata l'effettiva disponibilità sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia al momento della scadenza non potevano essere prese in considerazione ai fini del calcolo della capacità di compensazione.

134 Inoltre, la ricorrente invoca un certo numero di categorie specifiche di attività che la BCE avrebbe dovuto prendere in considerazione per dimostrare la valutazione del suo dissesto o rischio di dissesto.

135 Per quanto riguarda, in primo luogo, i proventi della vendita di titoli per un importo di EUR 407 milioni, si deve necessariamente constatare che la ricorrente non ha dimostrato in maniera giuridicamente adeguata che tali titoli costituivano attività facilmente e immediatamente accessibili e utilizzabili per pagare i depositanti che intendevano ritirare i loro depositi subito dopo l'eventuale revoca della moratoria. È pacifico che i prodotti di tale vendita,

supponendo che sia stata realizzata, non sono stati versati sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia prima del 23 febbraio 2018 alle ore 18:00, come giustamente rilevato dalla BCE. Non si può quindi contestare alla BCE di non aver conteggiato i titoli o i proventi della loro presunta vendita tra le liquidità direttamente disponibili il giorno successivo al 23 febbraio 2018 per restituire i depositi in caso di richiesta.

136 Per quanto riguarda, in secondo luogo, le attività liquide che la ricorrente deteneva sui conti «nostro» (conti bancari detenuti dalla ricorrente presso altre banche) per un importo di EUR 29 milioni e le attività per un valore di EUR 13 milioni in suo possesso sul conto che essa detiene presso l'Euroclear, occorre notare che la BCE li ha presi in considerazione ai punti 30 e 31 della valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente. I titoli detenuti presso l'Euroclear per conto della ricorrente erano, a suo avviso, titoli di alta qualità, quali obbligazioni di Stato, e facilmente convertibili in tempi ragionevoli. Tuttavia, si deve necessariamente constatare che neanche il prodotto di tali conversioni era stato liberato tempestivamente, cosicché gli importi corrispondenti non erano disponibili sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia il 23 febbraio 2018 alle ore 18:00. Infatti, dalle tabelle contenute negli allegati G.4 e G.5 delle osservazioni della ricorrente relative alla memoria d'intervento della BCE risulta che una parte considerevole dei prodotti delle vendite è stata versata dall'Euroclear alla ricorrente ben oltre tale data.

137 L'argomento della ricorrente secondo cui la conversione delle attività altamente liquide doveva essere effettuata sulla base di pagamenti correnti e che dopo il 23 febbraio 2018 è emerso che il periodo di conversione di alcuni titoli si era ridotto non può rimettere in discussione la valutazione della BCE, poiché quest'ultima aveva ritenuto, senza commettere alcun errore manifesto di valutazione, come risulta dai precedenti punti da 126 a 133, che solo la presenza delle liquidità sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia garantisce la loro immediata disponibilità.

138 La stessa considerazione vale, in terzo luogo, per quanto riguarda gli altri titoli di cui la ricorrente avrebbe disposto e che avrebbero potuto essere venduti per un importo di EUR 358 milioni, tra i quali figuravano una quantità di titoli di elevata qualità del valore di EUR 229 milioni e, in quarto luogo, i 12 milioni di euro in contanti di cui la ricorrente sostiene di aver

disposto. Si deve necessariamente constatare che la disponibilità immediata di dette attività dopo l'eventuale revoca della moratoria non è stata dimostrata e che neanche tali attività erano state convertite in liquidità figuranti sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia il 23 febbraio 2018 a fine giornata.

139 In quinto luogo, la ricorrente fa valere che la BCE ha deciso erroneamente, il 21 febbraio 2018, di limitare l'accesso della ricorrente alle operazioni di politica monetaria (monetary policy operations, MPO). Pertanto, essa non avrebbe avuto accesso a una linea di credito di EUR 40 milioni che avrebbe potuto essere utilizzata per liberare altre liquidità. La BCE replica che si tratta di una decisione del suo consiglio direttivo del 21 febbraio 2018 adottata nell'ambito della vigilanza prudenziale. Si deve necessariamente constatare che la ricorrente non contesta effettivamente la fondatezza di tale decisione del consiglio direttivo e non espone chiaramente in che modo l'accesso a detta linea di credito avrebbe potuto contribuire a liberare altre liquidità per soddisfare l'obiettivo della disponibilità di EUR 1 miliardo sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia. In ogni caso, detta decisione non fa parte della decisione impugnata nel presente ricorso, né ne costituisce il fondamento giuridico, di modo che essa non forma l'oggetto della controversia.

140 Occorre sottolineare, in circostanze come quelle del caso di specie, tenuto conto della precauzione e della prudenza richieste alla BCE in situazione di crisi, che essa era legittimata a prendere in considerazione unicamente le liquidità immediatamente disponibili sul conto della ricorrente presso la Banca di Lettonia, al fine di evitare qualsiasi rischio che le richieste di ritiri non fossero soddisfatte nei cinque giorni successivi alla revoca della moratoria, dato che le attività di cui la ricorrente sostiene di disporre altrove non erano rapidamente disponibili.

141 La valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente da parte della BCE, adottata successivamente dal CRU, non è rimessa in discussione neppure dall'argomento secondo cui il requisito formulato dalla BCE riguardo alla capacità di compensazione non era ragionevole, dato che la ricorrente, al fine di soddisfare tale requisito, avrebbe dovuto esborsare somme ingenti al fine di convertire titoli e altre attività in contanti immediatamente disponibili. Infatti, tale argomento nulla toglie alla valutazione della BCE in materia di capacità di compensazione la cui esistenza doveva essere provata alla scadenza.

142 Infine, secondo la ricorrente, la moratoria avrebbe potuto essere prorogata al fine di ripristinare la sua situazione in materia di liquidità senza attivare il sistema di garanzia dei depositi. A tale riguardo, la BCE si sarebbe basata su un'interpretazione errata dell'articolo 2, paragrafo 8, della *Noguldījumu garantiju likums* (legge lettone sulla garanzia dei depositi). Tale disposizione indicherebbe che la CMFC doveva adottare una decisione in relazione all'indisponibilità dei depositi entro cinque giorni lavorativi a decorrere dalla data in cui è stato accertato che un depositario non era in grado di restituire i depositi. Orbene, in occasione di una moratoria, sarebbe impossibile constatare l'indisponibilità dei depositi, essendo i pagamenti in ogni caso sospesi. Pertanto, l'argomento dedotto dalla BCE secondo cui una proroga della moratoria avrebbe fatto scattare automaticamente il sistema di garanzia dei depositi e, pertanto, non sarebbe stata possibile, sarebbe quindi errato.

143 Neppure tale argomento può essere accolto.

144 Nel caso di specie, la BCE ha ritenuto che la ricorrente fosse in carenza di cassa a seguito del ritiro in massa di depositi che si era manifestato dal 14 al 16 febbraio 2018. Essa ha impartito alla ricorrente un termine di cinque giorni, a decorrere dall'entrata in vigore della moratoria, per ripristinare la sua situazione in materia di liquidità al fine di poter far fronte ad una prossima ondata di ritiri. Tuttavia, trascorso tale termine, la ricorrente non era in grado di dimostrare che essa disponeva di EUR 1 miliardo sul suo conto presso la Banca di Lettonia.

145 Pertanto, la BCE non è incorsa in alcun errore manifesto di valutazione nel concludere, in quel momento, sul fondamento dell'articolo 18, paragrafo 1, primo comma, lettera a), e secondo comma, e paragrafo 4, lettera c), del regolamento n. 806/2014, che la ricorrente era in dissesto o a rischio di dissesto. In tali circostanze, la BCE non era assolutamente tenuta a dare istruzioni alla CMFC di prorogare la moratoria.

146 Pertanto, tenuto conto del margine di discrezionalità di cui disponeva il CRU nel contesto della sua complessa analisi economica, la ricorrente non ha dimostrato che avesse commesso un errore manifesto di valutazione nel ritenere che essa fosse in dissesto o a rischio di dissesto.

– *Sull'esistenza di una prospettiva ragionevole che altre misure evitino un dissesto*

147 La ricorrente sostiene, in sostanza, che il CRU non ha sufficientemente motivato la sua conclusione secondo cui non si poteva ragionevolmente prospettare che altre misure sotto

forma di intervento del settore privato o di azione di vigilanza adottate nei confronti della ricorrente, permettessero di evitare il suo dissesto in tempi ragionevoli.

148 Il CRU contesta questi argomenti.

149 Conformemente all'articolo 18, paragrafo 1, lettera b), del regolamento n. 806/2014, un programma di risoluzione può essere adottato soltanto se, in particolare, considerate la tempistica e altre circostanze pertinenti, non si può ragionevolmente prospettare che qualsiasi misura alternativa per l'entità in questione, incluse misure da parte di un sistema di tutela istituzionale, sotto forma di intervento del settore privato o di azione di vigilanza, tra cui misure di intervento precoce o la svalutazione o la conversione dei pertinenti strumenti di capitale ai sensi dell'articolo 21 del medesimo regolamento, adottate nei confronti dell'entità, permetta di evitare il dissesto dell'entità in tempi ragionevoli.

150 Al punto 3.2.2 della decisione SRB/EES/2018/09, il CRU ha ritenuto che non esistesse alcuna misura alternativa che avrebbe potuto ragionevolmente evitare il dissesto della ricorrente. Nell'ambito del suo esame, il CRU si è basato, in sostanza, su elementi prodotti dalla BCE nel contesto della sua valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente.

151 Non si può contestare al CRU di essersi basato sulla valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente da parte della BCE per effettuare l'esame della condizione prevista dall'articolo 18, paragrafo 1, lettera b), del regolamento n. 806/2014. È vero che le condizioni di cui all'articolo 18, paragrafo 1, lettere a) e b), di tale regolamento sono distinte. Tuttavia, nel caso di specie, l'esame delle misure alternative di cui all'articolo 18, paragrafo 1, lettera b), di detto regolamento è stato integrato nella valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente effettuata dalla BCE relativa alla condizione prevista dall'articolo 18, paragrafo 1, lettera a), del medesimo regolamento. Infatti, prima di concludere che, secondo la BCE, la ricorrente era in dissesto o a rischio di dissesto, quest'ultima ha esaminato se tale dissesto potesse ancora essere evitato mediante misure alternative, quali un prolungamento della moratoria o l'attuazione delle opzioni di recupero delle liquidità disponibili previste nel piano di risanamento della ricorrente del 2017. Inoltre, ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, quarto comma, «[l]a valutazione della condizione di cui al primo comma, lettera b), è effettuata dal [CRU] (...) in stretta cooperazione con la BCE» e «[l]a BCE può inoltre comunicare al [CRU] (...)

che ritiene soddisfatta la condizione stabilita in tale lettera». Il CRU poteva quindi basarsi sull'esame effettuato dalla BCE.

152 A fronte degli elementi concreti e oggettivi dedotti dal CRU al punto 3.2.2 della decisione SRB/EES/2018/09, la ricorrente non espone le ragioni per le quali le misure alternative prese in considerazione dal CRU e dalla BCE erano tali da evitare il suo dissesto in tempi ragionevoli. La ricorrente non identifica altre misure che il CRU avrebbe dovuto prendere in considerazione nell'ambito del suo esame. In tali circostanze, la semplice affermazione non dimostrata secondo cui il CRU non avrebbe preso in considerazione l'esistenza delle misure alternative non è sufficiente a privare di plausibilità la valutazione di quest'ultimo e non è idonea a dimostrare l'esistenza di un errore manifesto di valutazione.

153 Occorre pertanto respingere il terzo e il quarto motivo.

*Sul quinto motivo, vertente sulla violazione del diritto di essere ascoltato e del diritto di accesso al fascicolo amministrativo*

154 La ricorrente fa valere che il CRU ha violato il suo diritto di essere ascoltata, ai sensi dell'articolo 41 della Carta, non concedendole la possibilità di formulare osservazioni dinanzi ad esso prima dell'adozione della decisione SRB/EES/2018/09. Essa non avrebbe neppure avuto accesso al fascicolo amministrativo del CRU.

155 Il CRU contesta tali argomenti.

156 Occorre ricordare che l'articolo 41, paragrafo 2, lettera a), della Carta prevede che il diritto ad una buona amministrazione comprende il diritto di ogni persona di essere ascoltata prima che nei suoi confronti venga adottato un provvedimento individuale che le rechi pregiudizio.

157 Il diritto di essere ascoltato garantisce a chiunque la possibilità di manifestare, utilmente ed effettivamente, il proprio punto di vista durante il procedimento amministrativo e prima dell'adozione di qualsiasi decisione che possa incidere in modo negativo sui suoi interessi. Occorre poi specificare che il diritto di essere ascoltato persegue un duplice obiettivo. Da un lato, esso serve all'istruzione del fascicolo e all'accertamento dei fatti nel modo più preciso e corretto possibile e, dall'altro lato, consente di assicurare una tutela effettiva dell'interessato. Il diritto di essere ascoltato mira in particolare a garantire che qualsiasi decisione lesiva sia

adottata con piena cognizione di causa e ha in particolare l'obiettivo di consentire all'autorità competente di correggere un errore o all'interessato di far valere gli elementi relativi alla sua situazione personale tali da far sì che la decisione sia, o meno, adottata o abbia un contenuto piuttosto che un altro (v., sentenza del 4 giugno 2020, SEAE/De Loecker, C-187/19 P, EU:C:2020:444, punti 68 e 69 e giurisprudenza ivi citata).

158 Occorre rilevare che la Corte ha affermato l'importanza del diritto di essere ascoltato e la sua portata assai ampia nell'ordinamento giuridico dell'Unione, ritenendo che tale diritto dovesse applicarsi a qualsiasi procedimento che possa sfociare in un atto lesivo. Il rispetto del diritto di essere ascoltato s'impone anche quando la normativa applicabile non preveda espressamente siffatta formalità (v., sentenze del 22 novembre 2012, M., C-277/11, EU:C:2012:744, punti 85 e 86 e giurisprudenza ivi citata; del 18 giugno 2020, Commissione/RQ, C-831/18 P, EU:C:2020:481, punto 67 e giurisprudenza ivi citata, e del 7 novembre 2019, ADDE/Parlamento, T-48/17, EU:T:2019:780, punto 89 e giurisprudenza ivi citata).

159 Parimenti, l'articolo 41, paragrafo 2, lettera b), della Carta prevede il diritto di ogni persona di accedere al fascicolo che la riguarda, nel rispetto dei legittimi interessi della riservatezza e del segreto professionale e commerciale.

160 Occorre rilevare, innanzitutto, che il regolamento n. 806/2014 ha l'obiettivo di istituire, conformemente al suo considerando 8, meccanismi di risoluzione più efficaci, i quali devono costituire uno strumento essenziale per evitare le conseguenze dannose dei dissesti delle banche verificatisi in passato. Orbene, per quanto riguarda la procedura prevista all'articolo 18 di tale regolamento, un simile obiettivo presuppone l'adozione di una decisione rapida, spesso in condizioni d'urgenza, come illustrano i brevi termini previsti da tale disposizione, affinché la stabilità finanziaria non sia messa in pericolo (sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 55).

161 Tuttavia, mentre la necessità di celerità della procedura prevista all'articolo 18 del regolamento n. 806/2014 deve pertanto essere presa in considerazione, essa deve altresì conciliarsi con il diritto di essere ascoltato.

162 Inoltre, il considerando 26 del regolamento n. 806/2014 conferma al contempo la competenza concorrente tra la BCE, autorità di vigilanza all'interno del MVU, e il CRU, autorità

di risoluzione, a valutare se un ente creditizio si trovi in una situazione di dissesto o rischio di dissesto, e la competenza esclusiva del CRU a valutare se siano soddisfatte le altre condizioni richieste per l'adozione di un programma di risoluzione (sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE, C-551/19 P e C-552/19 P, EU:C:2021:369, punto 64).

163 In considerazione della natura di tale complesso procedimento amministrativo previsto dall'articolo 18 del regolamento n. 806/2014 e condotto dalla BCE e dal CRU congiuntamente e in successione, né l'articolo 41 della Carta né le disposizioni di detto regolamento impongono che l'entità interessata dalla decisione di adottare o di non adottare un programma di risoluzione sia ascoltata in ogni fase del procedimento da ciascuno di tali due organi separatamente.

164 Nel caso di specie, è pacifico, in primo luogo, che, sebbene la ricorrente non sia stata ascoltata dal CRU prima dell'adozione della decisione SRB/EES/2018/09, essa è stata invece ascoltata più volte dalla BCE.

165 Pertanto, la ricorrente è stata posta in condizione di esprimersi, nell'ambito della valutazione del dissesto o rischio di dissesto, sugli elementi pertinenti. Inoltre, come risulta dal precedente punto 151, la BCE ha esaminato le misure alternative idonee ad evitare il dissesto della ricorrente. Nella sua valutazione, effettuata dopo aver sentito la ricorrente, la BCE ha esaminato i suoi argomenti, riassumendoli e rispondendovi. Il CRU, al quale è stata successivamente comunicata la valutazione della BCE, aveva dunque piena conoscenza degli argomenti della ricorrente al momento dell'adozione della decisione SRB/EES/2018/09, in cui ha fatto proprie le conclusioni della BCE relative alle condizioni poste dall'articolo 18, paragrafo 1, lettere a) e b), del regolamento n. 806/2014.

166 Certamente, nella decisione SRB/EES/2018/09, il CRU ha considerato per la prima volta la condizione di cui all'articolo 18, paragrafo 1, lettera c), del regolamento n. 806/2014, secondo cui una misura di risoluzione deve essere necessaria nell'interesse pubblico. Tuttavia, nessuna delle censure della ricorrente è diretta contro l'asserita mancanza di un interesse pubblico, ma sono dirette contro, da un lato, le conclusioni secondo cui la ricorrente era in dissesto o a rischio di dissesto, conformemente all'articolo 18, paragrafo 1, lettera a), del regolamento n. 806/2014, e, dall'altro, la constatazione che, tenuto conto dei termini richiesti e di altre

circostanze pertinenti, non si poteva ragionevolmente prospettare che altre misure sotto forma di intervento del settore privato o di azione di vigilanza permettano di evitare il suo dissesto in tempi ragionevoli ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, lettera b), del medesimo regolamento. Sui punti da essa contestati, la ricorrente è stata quindi ascoltata nell'ambito del procedimento amministrativo.

167 Occorre altresì sottolineare che non si è verificato alcun nuovo evento e che nessun nuovo dato è stato portato a conoscenza del CRU tra, da un lato, la comunicazione, da parte della BCE, della sua valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente e, dall'altro, l'adozione della decisione impugnata. Inoltre, il CRU non ha fondato la decisione SRB/EES/2018/09 su elementi diversi da quelli già presi in considerazione dalla BCE e sui quali la ricorrente è già stata ascoltata, per quanto riguarda gli elementi di tale decisione che sono stati contestati dalla ricorrente nell'ambito del presente procedimento. Il CRU non ha neppure fondato tale decisione su motivi diversi da quelli esposti dalla BCE.

168 In tali circostanze, occorre rilevare che il diritto della ricorrente di essere ascoltata non è stato violato.

169 In secondo luogo, riguardo al diritto di accesso al fascicolo, la Corte ha dichiarato che l'esistenza di una violazione dei diritti di difesa, ivi incluso il suddetto diritto, deve essere valutata in funzione delle circostanze specifiche di ciascuna fattispecie, segnatamente della natura dell'atto in oggetto, del contesto in cui è stato adottato e delle norme giuridiche che disciplinano la materia in esame (v. sentenza del 16 maggio 2017, *Berlioz Investment Fund*, C-682/15, EU:C:2017:373, punto 97 e giurisprudenza ivi citata). Nel caso di specie, è sufficiente rilevare che la ricorrente non ha affermato né dimostrato di non aver potuto consultare i documenti pertinenti per l'esame effettuato dalla BCE, in particolare nell'ambito del dialogo tra essa e tale istituzione nel contesto di detto esame e il fascicolo presentato dinanzi al Tribunale non contiene alcun indizio in tal senso. La ricorrente non ha neppure precisato i documenti ai quali non avrebbe avuto accesso nell'ambito dell'esame effettuato dalla BCE e ai quali avrebbe dovuto avere accesso nell'ambito del procedimento dinanzi al CRU, né come questi ultimi le avrebbero consentito di difendersi più efficacemente. Inoltre, si deve necessariamente

constatare che il CRU non si è fondato su documenti diversi da quelli sui quali si fondava l'esame effettuato dalla BCE.

170 Occorre dunque respingere il quinto motivo.

[*omissis*]

Per questi motivi,

IL TRIBUNALE (Decima Sezione ampliata)

dichiara e statuisce:

- 1) Il ricorso è respinto.**
- 2) L'ABLV Bank AS è condannata a sopportare, oltre alle proprie spese, quelle sostenute dal Comitato di risoluzione unico (CRU).**
- 3) La Banca centrale europea (BCE) sopporterà le proprie spese.**

## **VALUTAZIONE DEL DISSESTO O RISCHIO DI DISSESTO BANCARIO E IMPUGNABILITÀ DELLE DECISIONI DEL *SINGLE RESOLUTION BOARD* \***

*(Assessment of bank failure or risk of bank failure and judicial appeal  
against the decisions of the Single Resolution Board)*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. La vicenda giudiziaria: l'accertamento del "Failing or Likely to Fail" del gruppo ABLV tra competenze della BCE e del CRU. – 3. La questione dell'impugnabilità delle decisioni del *Single Resolution Board*. – 5. Le decisioni del CRU e il rapporto con l'*auctoritas* della BCE. – 6. Conclusioni.

1. Con la sentenza del 6 luglio 2022 pronunciata nella causa T-280/18 il Tribunale dell'Unione Europea, Decima Sezione ampliata, ha respinto il ricorso azionato da ABLV Bank AS, con sede in Riga (Lettonia), contro il Comitato di Risoluzione Unico (CRU), sostenuto dalla Banca Centrale Europea (BCE)<sup>1</sup>. Con tale ricorso l'ABLV Bank AS, basandosi sull'art. 263 TFUE, ha chiesto l'annullamento delle decisioni del Comitato di Risoluzione Unico del 23 febbraio 2018<sup>2</sup> di non adottare alcun programma di risoluzione nei confronti degli enti creditizi ABLV Bank AS e ABLV Bank Luxembourg SA, ai sensi dell'art. 18, paragrafo 1, del 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.

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> Judgment of the General Court (Tenth Chamber, Extended Composition) of 6 July 2022, ABLV Bank AS v Single Resolution Board, ECLI:EU:T:2022:429, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:62018TJ0280>.

<sup>2</sup> Cfr. SRB, Decision of the Single Resolution Board of 23 February 2018 concerning the assessment of the conditions for resolution in respect of ABLV Bank, AS (SRB/EES/2018/09); SRB, Decision of the Single Resolution Board of 23 February 2018 concerning the assessment of the conditions for resolution in respect of ABLV Bank Luxembourg S.A (SRB/EES/2018/10).

2. Prima di procedere all'analisi degli aspetti più rilevanti del caso, al fine di comprendere al meglio la portata e le criticità di tale pronuncia, è opportuno ripercorrere brevemente i fatti che ne sono alla base e che hanno indotto la Banca Centrale Europea (BCE) e il Comitato di Risoluzione Unico (*Single Resolution Board* o SBN) ad emanare i provvedimenti che da ultimo sono stati oggetto di ricorso da parte di ABLV Bank AS.

ABLV è stato uno dei principali istituti di credito della Lettonia e, ai sensi dell'art. 6, comma 4, del Regolamento (UE) n. 1024/2013, era stato classificato dalla BCE come "ente significativo" e assoggettato alla propria diretta supervisione.

Nel febbraio del 2018, l'istituto lettone e la sua controllata lussemburghese sono stati interessati da una crisi che ha comportato una grave compromissione della loro situazione finanziaria: il 12 febbraio 2018 il *Financial Crimes Enforcement Network* (FinCEN) del Dipartimento del Tesoro Statunitense preposto alla lotta al riciclaggio, al finanziamento al terrorismo e ad altri crimini finanziari, interni e internazionali, aveva proposto di proibire ad ABLV l'accesso al mercato finanziario statunitense, sulla base di un fondato sospetto che la banca conducesse e favorisse attività finanziarie di stampo illecito. Tale provvedimento ha avuto un forte impatto negativo mediatico e soprattutto "reputazionale" per ABLV, etichettata come "*institution of primary money laundering concern*"<sup>3</sup>. Ciò ha fatto sì che i clienti dell'istituto bancario si catapultassero in una sorta di corsa agli sportelli, portando la banca ad una crisi di liquidità assai grave<sup>4</sup>.

Dopo aver valutato la situazione di ABLV, il 23 febbraio 2018 la Banca Centrale Europea e il CRU hanno pubblicato rispettivamente le versioni non confidenziali degli accertamenti circa lo stato di prossimità al dissesto di ABLV Bank A.S. e della sua

---

<sup>3</sup> Cfr. FinCEN, *Proposal of Special Measure against ABLV Bank, as a Financial Institution of Primary Money Laundering Concern*, 12 febbraio 2018, pp. 6987 ss.

<sup>4</sup> In tema di "bank run" v., di recente, A. Magliari, *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo*, Napoli, 2020, pp. 285 ss.

controllata ABLV Bank Luxembourg S.A. e le conseguenti decisioni di non avviare una procedura di risoluzione nei confronti delle due banche<sup>5</sup>. Tali provvedimenti hanno indotto a nuove riflessioni sulla disciplina della risoluzione bancaria e sulla concreta applicazione della stessa nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico<sup>6</sup>.

La BCE ha così accertato il rischio di dissesto per problemi di liquidità, con due documenti, «*Failing or Likely to Fail' Assessment*» la cui struttura è simile quella degli accertamenti che hanno riguardato Banco Popular spagnolo e le Banche Venete, contenenti riferimenti alla base giuridica su cui si fonda il provvedimento, alla situazione dell'ente creditizio, alle cause della crisi, alla conclusione sullo stato di dissesto o di prossimità al dissesto e all'assenza di misure alternative alla risoluzione o alla liquidazione al fine di prevenirne la crisi<sup>7</sup>.

Nella fattispecie analizzata, l'accertamento relativo al dissesto o al rischio di dissesto di ABLV è stato fondato dal CRU sull'art. 18, comma 4, lett. c), del Regolamento (UE) n. 806/2014 (SMRM) che, fissando 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, statuisce: *"1. Il Comitato adotta un programma di risoluzione a norma del paragrafo 6 in relazione alle entità e ai gruppi di cui all'articolo 7, paragrafo 2, e alle entità e ai gruppi di cui all'articolo 7, paragrafo 4, lettera b), e all'articolo 7, paragrafo 5, qualora siano soddisfatte le condizioni di applicazione di tali paragrafi solo qualora valuti, nella sua sessione esecutiva, quando riceve una comunicazione ai sensi del quarto comma o di propria iniziativa, che siano soddisfatte le condizioni seguenti: a) l'entità è in dissesto o a*

---

<sup>5</sup> Cfr. J. Alberti, *Le agenzie dell'Unione europea*, Milano, 2018; Franchini, *L'organizzazione amministrativa dell'Unione europea*, in *Diritto amministrativo europeo*, a cura di Chiti, Milano, 2018, pp. 238 ss.; C. Tovo, *Le agenzie decentrate dell'Unione*, Napoli, 2016, pp. 37 ss.

<sup>6</sup> Si sono aggiunti a quelli già emanati nei confronti di Banco Popular Español S.A. e delle due banche venete (Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e Veneto Banca S.p.A.) nel giugno del 2017. In tema cfr. S. Antoniazzi, *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, 2013, pp. 83 ss.; D. Rossano, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Torino, 2017.

<sup>7</sup> Nello specifico BCE, *Failing or Likely to Fail' Assessment of ABLV Bank*, AS, 23 febbraio 2018; BCE, *Failing or Likely to Fail Assessment of ABLV Bank Luxembourg*, SA, 23 febbraio 2018.

rischio di dissesto; [...]. La valutazione della condizione di cui al primo comma, lettera a), è effettuata dalla BCE, previa consultazione del Comitato. Il Comitato, riunito in sessione esecutiva, può effettuare tale valutazione solo dopo aver informato la BCE della sua intenzione e solo se la BCE, entro tre giorni di calendario dal ricevimento di tale informazione, non effettua tale valutazione. La BCE fornisce senza indugio al Comitato tutte le informazioni pertinenti che quest'ultimo richiede al fine di elaborare la sua valutazione". Nel caso in esame con le proprie decisioni la BCE e il CRU hanno previsto l'impossibilità per ABLV di essere in grado di pagare in futuro i debiti o le altre passività in scadenza<sup>8</sup>.

Accertato così il *failing or likely to fail* di ABLV, la Banca Centrale Europea ha proceduto a valutare se la crisi dell'istituto, e la sua conseguente messa in liquidazione o in risoluzione, avrebbe potuto essere evitata da qualche forma di intervento privato o da una "qualsiasi misura alternativa", ai sensi dell'art. 18, comma 1, lett. b), del Regolamento (UE) n. 806/2014<sup>9</sup>.

L'istituto aveva cercato di affrontare i problemi di liquidità con l'attuazione di rimedi previsti nel proprio piano di risanamento<sup>10</sup>, beneficiando poi anche di un'operazione di *Emergency Liquidity Assistance* da parte della Banca Centrale della

---

<sup>8</sup> Alla stessa conclusione era giunta l'Autorità riguardo a Banco Popular, anch'esso prossimo al dissesto per una forte crisi di liquidità. La gestazione della crisi dell'istituto spagnolo è stata più complessa e lunga, ma comunque determinata da un calo reputazionale, dovuto ad un susseguirsi di fattori negativi. Diversa invece è stata la causa della crisi delle banche venete, entrambe a rischio dissesto ai sensi dell'art. 18, co. 4, lett. a), del Regolamento (UE) n. 806/2014, ossia per violazione dei requisiti prudenziali necessari all'esercizio dell'attività bancaria e, nello specifico, per reiterata violazione dei requisiti di capitale. Per un approfondimento si vedano R. Locatelli et al., *Gestione e costi delle crisi bancarie dopo la BRRD*, in *Banca impresa società*, 1, 2018, p. 44; A.A. Dolmetta – U. Malvagna, «Banche venete» e profili civilistici di lettura costituzionale del decreto-legge n. 99/2017, in *Rivista di Diritto Bancario*, 7, 2017, pp. 2 ss.

<sup>9</sup> Sull'acquisto della banca a rischio di dissesto da parte di un'altra più solida, si veda M. Cihak, E. Nier, *The Need for Special Resolution Regimes for Financial Institutions -The Case of the European Union*, in *IMF Working Paper*, n. 9/200, pp. 387 ss.; l'efficacia delle misure alternative ai sensi dell'articolo in esame va valutata considerando "la tempistica e altre circostanze pertinenti": se nella norma pare assumere un valore quasi pleonastico, il riferimento al dato temporale diviene in concreto particolarmente rilevante, specie considerando il caso di ABLV e il suo deterioramento in appena dieci giorni.

<sup>10</sup> Si veda sul punto T. Philippon, A. Salord, *Bail-ins and Bank Resolution in Europe. A Progress Report*, in *Geneva Reports on the World Economy – Special Report*, n. 4, 2017, pp. 48-49.

Lettonia, intesa come operazione straordinaria di liquidità<sup>11</sup>; misure che però si sono rivelate del tutto inefficaci. Il 19 febbraio 2018, su indicazione della Banca Centrale Europea, la “Finanšu un Kapitāla Tirgus Komisija”, Autorità di Vigilanza Lettone, aveva disposto nei confronti di ABLV una moratoria con la sospensione temporanea dei pagamenti di tutte le obbligazioni finanziarie: il carattere temporaneo e invasivo di tale misura, che minava ancor di più la fiducia della clientela nei confronti della banca, aveva fatto sì che anche tale strumento risultasse inadeguato, nel lungo termine, a porre fine alla situazione di crisi. La BCE, avendo accertato l’irrimediabilità dello stato di crisi, aveva così rimesso al Comitato di Risoluzione Unico la decisione sul se avviare una procedura di risoluzione o lasciare che la banca fosse liquidata secondo la normativa nazionale di riferimento<sup>12</sup>.

Il Comitato di Risoluzione Unico, dal canto suo, non aveva avviato alcuna azione di risoluzione nei confronti di ABLV e della sua controllata, basandosi sull’assunto che non vi fosse alcun interesse pubblico che legittimasse la risoluzione della banca, così come previsto dal comma 5 dell’art. 18 del SMRM<sup>13</sup>, e che gli obiettivi della stessa potessero essere perseguiti allo stesso modo dalla procedura di liquidazione prevista dalla normativa nazionale lettone<sup>14</sup>.

Come noto, ai sensi dell’art. 18, comma 1, del Regolamento (UE) n. 806/2014, il CRU avvia la procedura di risoluzione nei confronti di un istituto di credito se ne è accertato lo stato o il rischio di dissesto, se non vi sono misure alternative che possano prevenirne la crisi irreversibile e se c’è un pubblico interesse nell’azione di risoluzione ai

---

<sup>11</sup> La Latvijas Banka.

<sup>12</sup> Nello specifico, in data 26 febbraio, ABLV ha intrapreso la procedura di liquidazione volontaria.

<sup>13</sup> Cfr. G. Boccuzzi, *Il regime speciale della risoluzione bancaria Obiettivi e strumenti*, Bari, 2018, pp. 73 ss.; N. Gordon-Ringe, *Bank resolution in the European Banking Union: a transatlantic perspective on what it would take*, in *Columbia law review*, 2015, pp. 115 ss.

<sup>14</sup> Sulle condizioni che devono essere soddisfatte per avviare un’azione di risoluzione, si vedano G. Boccuzzi, *The European Banking Union*, Palgrave Macmillan, 2016, pp. 116 ss.; D. Freudenthaler, P. Lintner, *Conditions for taking resolution action and the adoption of a resolution scheme*, in P. Lintner et. al. (a cura di), *Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: A Guidebook to the BRRD*, World Bank Group, 2016, p. 106.

sensi del già menzionato comma 5 del Regolamento, secondo il quale “ *l’azione di risoluzione è considerata nell’interesse pubblico se è necessaria al conseguimento di uno o più obiettivi della risoluzione di cui all’articolo 14 ed è ad essi proporzionata e se la liquidazione dell’ente con procedura ordinaria di insolvenza non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura*”<sup>15</sup>. Nelle proprie decisioni, il Comitato passa in rassegna tutti gli obiettivi di risoluzione, giungendo a dichiarare che gli stessi avrebbero potuto essere egualmente perseguiti anche attraverso la liquidazione dell’istituto.

Prima di procedere all’esame specifico degli aspetti più rilevanti della decisione, pare opportuno elencare sinteticamente gli obiettivi di risoluzione, previsto all’art. 14, comma 2, del Regolamento SMRM: “*a) garantire la continuità delle funzioni essenziali della banca; b) evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato; c) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario; d) tutelare i depositanti disciplinati dalla Direttiva 2014/49/UE<sup>16</sup> e gli investitori disciplinati dalla Direttiva 97/9/CE<sup>17</sup>; e) tutelare i fondi e le attività dei clienti*”<sup>18</sup>.

L’espressione “funzioni essenziali” qui contenuta non deve intendersi come sinonimo di “funzioni principali” o “linee di *business* principali”<sup>19</sup>: il Regolamento parla di “*critical functions*”, riferendosi così alle “funzioni essenziali” di cui all’art. 2, comma 1,

---

<sup>15</sup> Cfr. L. De Lucia, *Strumenti di cooperazione per l’esecuzione del diritto europeo*, in *L’amministrazione europea e le sue regole*, a cura di De Lucia-Marchetti, 2015, pp. 194 ss.

<sup>16</sup> Cfr. direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi.

<sup>17</sup> Cfr. Direttiva 97/9/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 marzo 1997 relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori.

<sup>18</sup> Si veda D. Freudenthaler, *The BRRD – An overview of its scope, objectives, powers and tools*, in P. Lintner et al. (a cura di), *Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: A Guidebook to the BRRD*, World Bank Group, 2016, pp. 73 ss.

<sup>19</sup> Si veda C. M. Stiefmueller, *The maintenance of critical functions as a key resolution objective*, in P. Lintner et al. (a cura di), *Bank Resolution and “Bail-in” in the EU: Selected Case Studies pre and post BRRD*, World Bank Group, 2016, p. 35, che distingue «*critical functions*» e «*core business lines*».

della Direttiva 2014/59/UE, quali *“attività, servizi o operazioni la cui interruzione porterebbe verosimilmente, in uno o più Stati membri, all’interruzione di servizi essenziali per l’economia reale o potrebbe compromettere la stabilità finanziaria a motivo della dimensione, della quota di mercato, delle interconnessioni esterne ed interne, della complessità o delle attività transfrontaliere di un ente o gruppo, con particolare riguardo alla sostituibilità di tali attività, servizi o operazioni”*<sup>20</sup>. L’essenzialità delle funzioni non è da riferirsi soltanto alla sua rilevanza nel *business* della banca ma, soprattutto, all’importanza che acquisisce per il mercato dello Stato membro e dell’Unione Europea in sé<sup>21</sup>. Il SRB, nel caso in esame, ha analizzato le singole attività esercitate da ABLV che, alla luce dei vari report inviati dallo stesso istituto a fine del 2017, sarebbero potute risultare critiche, tra cui i depositi delle famiglie e delle piccole e medie imprese, i servizi di pagamento forniti agli istituti finanziari non monetari e l’emissione di titoli di debito.

Circa l’analisi del Comitato sulla funzione di raccolta di depositi, dopo un’attenta valutazione<sup>22</sup> è emerso che tale funzione non è essenziale (al pari delle altre) dato che la sua interruzione non arrecherebbe alcun grave pregiudizio alla stabilità finanziaria e all’intera economia della Lettonia o dell’Unione Europea. Questa assume particolare rilievo anche in relazione alla disciplina di protezione dei soggetti depositanti contenuta nella direttiva 2014/49/UE, che ha previsto un obbligo per gli Stati membri di istituire un sistema che garantisca il rimborso dei depositanti fino a € 100.000 in caso di dissesto

---

<sup>20</sup> Una funzione può essere essenziale anche solo per la sua rilevanza a livello regionale ai sensi dell’art. 6, comma 1, lett. *a*), del Regolamento delegato (UE) 2016/778.

<sup>21</sup> Di conseguenza, il Comitato dovrà valutare: *i*) che la specifica funzione sia fornita a soggetti terzi rispetto alla banca; *ii*) che la sua improvvisa interruzione possa avere un impatto negativo significativo su questi, nonché provocare un contagio ovvero minare la fiducia generale dei partecipanti al mercato in ragione della rilevanza sistemica della funzione e della banca stessa; e *iii*) che non sia sostituibile in tempi e modi ragionevoli.

<sup>22</sup>Cfr. E. Cecchinato, *Dopo le “Banche venete”. L’interesse pubblico nella risoluzione bancaria ed il caso ABLV Bank*, 26 giugno 2019, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

della banca<sup>23</sup>. Nel caso *de quo*, il Comitato di Risoluzione Unico ha confrontato la somma dei depositi garantiti presso ABLV (*pari ad* € 520.900.000) con i fondi in quel momento disponibili nel sistema di garanzia lettone (*pari ad* € 158.000.000), ritenendo che nonostante le differenze ogni depositante avrebbe potuto essere tutelato in maniera adeguata, dal momento che “*il fondo di garanzia, anche se sotto-finanziato, può ricorrere a contributi straordinari degli istituti di credito partecipanti o a prestiti da parte degli stessi*”<sup>24</sup>. Alla luce di ciò, il SRB, in virtù della considerazione secondo la quale la caratteristica operatività con soggetti extracomunitari e la quota dell’istituto nel mercato bancario europeo<sup>25</sup> hanno reso improbabile un turbamento all’economia della Lettonia o di altri Stati europei, ha quindi ritenuto che la procedura di liquidazione volontaria intrapresa da ABLV avrebbe comunque assicurato il perseguimento degli obiettivi di risoluzione.

3. Il Tribunale dell’Unione Europea, con la decisione in commento, ha rigettato il ricorso della ABLV Bank AS, dettando *in primis* principi circa la natura delle decisioni del CRU di adottare o meno un programma di risoluzione nei confronti di un ente creditizio, per poi scendere nel merito della questione.

Circa la prima questione, il Tribunale, respingendo la censura del CRU, che nelle proprie difese ha considerato le sue decisioni come atti non impugnabili, mette in evidenza che, “*sebbene la valutazione effettuata dalla BCE del dissesto o rischio di*

---

<sup>23</sup> Circa il funzionamento dei sistemi di garanzia dei depositi, si veda M. De Poli, *Fundamentals of European Banking Law*, Wolters Kluwer, 2018, pp. 240 ss.; D. Busch, *Governance of the European Banking Union’s Single Resolution Mechanism*, in EBI Working Paper Series, n. 9, 2017, pp. 48 ss.; G. Boccuzzi, *The European Banking Union*, cit., pp. 116 ss.

<sup>24</sup> Così E. Cecchinato, *Dopo le “Banche venete”. L’interesse pubblico nella risoluzione bancaria ed il caso ABLV Bank*, cit.

<sup>25</sup> Appena lo 0,013%; si vedano N. Galasso, M. Latini Vaccarella, *Il caso ABLV Bank. Natura della dichiarazione failing or likely to fail della BCE ed effettività della tutela giurisdizionale*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1, 2022, pp. 149 ss.; M. Gardella, *Judicial control of the interface between the ECB and the SRB in the SRM*, in *Judicial Review of the European Banking Union*, a cura di Zilioli-Wojcik, Cheltenham, 2021, pp. 428 ss.

*dissesto di un'entità, di cui all'articolo 18, paragrafo 1, secondo e terzo comma, del regolamento n. 806/2014, non costituisca un atto impugnabile, tuttavia la successiva adozione da parte del CRU di un programma di risoluzione, conformemente all'articolo 18, paragrafo 6, di detto regolamento, o la decisione di non adottare un simile programma, possono essere oggetto di un ricorso dinanzi ai giudici dell'Unione, nell'ambito del quale detta valutazione può essere oggetto di sindacato giurisdizionale”<sup>26</sup>; ragionamento che già emergeva dalla sentenza del 6 maggio 2021, ABLV Bank e a./BCE.*

Sulla scorta di tale ragionamento sarebbe quindi esclusa l'ammissibilità di un'azione di annullamento nei confronti della dichiarazione di dissesto o rischio di dissesto in quanto la valutazione della BCE costituisce, nell'ambito del MRU, un atto meramente preparatorio, endoprocedimentale, incapace di incidere sulla situazione giuridica dei ricorrenti, poiché *“solo l'adozione e poi l'entrata in vigore di un programma di risoluzione nonché l'attuazione di strumenti di risoluzione, ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 2, del regolamento n. 806/2014, possono modificare tale situazione”<sup>27</sup>.*

Al contrario, dunque, la decisione successiva del CRU stabilisce in modo definitivo la posizione del CRU al termine del procedimento amministrativo complesso previsto dall'art. 18 del Regolamento (UE) n. 806/2014 e avviato con la valutazione del dissesto o rischio di dissesto di un'entità, la quale è effettuata, in un primo tempo, dalla BCE. Tale procedimento mira a produrre effetti giuridici obbligatori nei confronti della ricorrente dal momento che essa non sarà oggetto di risoluzione: proprio per tale ragione non si può escludere l'impugnabilità delle decisioni del CRU sul caso ABLV<sup>28</sup>.

Tale pronuncia, inserendosi nel filone giurisprudenziale della Corte di Giustizia

---

<sup>26</sup> Si veda par. 31 della sentenza del 6 luglio 2022 pronunciata dal Tribunale dell'Unione Europea nella causa T-280/18.

<sup>27</sup> Così N. Galasso, M. Latini Vaccarella, *Il caso ABLV Bank. Natura della dichiarazione failing or likely to fail della BCE ed effettività della tutela giurisdizionale*, cit., pp. 139 ss.

<sup>28</sup> Cfr. Corte di giustizia dell'Unione europea del 6 maggio 2021, ABLV Bank et al. c. Banca centrale europea (BCE), C-551/19 P e C-552/19 P, ECLI:EU:C:2021:369, punti 67-71. Sul punto si veda anche I. Ottaviano, *Profili di tutela giurisdizionale nell'Unione bancaria*, Bari, 2020, pp. 65-66.

inaugurato con la sentenza IBM<sup>29</sup> (secondo cui, in linea di principio, sono direttamente impugnabili, ai sensi dell'art. 263 TFUE, i soli provvedimenti conclusivi del procedimento, con esclusione di quelli provvisori volti a preparare la decisione finale), fa sì che la situazione ad essa sottesa assuma comunque un particolare rilievo nell'ambito del Meccanismo di Risoluzione Unico (MRU) in quanto, anche se non si è proceduto alla risoluzione della banca ma alla sua liquidazione secondo il diritto nazionale, ciò rappresenta una questione di carattere generale che potrebbe trovare applicazione anche nei casi in cui alla dichiarazione *failing or likely to fail* (FOLTF) fosse seguita la decisione del Comitato di risolvere l'istituto di credito<sup>30</sup>.

Nelle motivazioni della sentenza qui commentata, il Tribunale dell'UE fa emergere che nel valutare se la decisione del CRU di adottare o meno un programma di risoluzione nei confronti di un ente creditizio sia un atto impugnabile ai sensi dell'art. 263 TFUE, è necessario prendere in esame non tanto il *nomen iuris* quanto la sua sostanza: nello specifico, la valutazione che il Tribunale è chiamata ad effettuare deve necessariamente ricomprendere il contenuto dell'atto, nonché i poteri dell'istituzione che ne è l'autore<sup>31</sup>. La sentenza richiama quanto emerso dalle conclusioni dell'avvocato generale Campos Sánchez-Bordona nelle cause riunite ABLV Bank e a./BCE, stabilendo che *“il rispetto del diritto ad una tutela giurisdizionale effettiva, sancito all'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (in prosieguo: la «Carta»), è garantito dal fatto che la decisione del CRU che conclude il procedimento di cui all'articolo 18 del regolamento n. 806/2014 è un atto impugnabile, di modo che eventuali illegittimità che inficino la valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente effettuata dalla BCE nella prima fase del procedimento, possano essere*

---

<sup>29</sup> Cfr. Corte di Giustizia dell'Unione europea dell'11 novembre 1981, *International Business Machines Corporation c. Commissione delle Comunità europee*, C-60/81, ECLI:EU:C:1981:264.

<sup>30</sup> Cfr. A. Magliari, *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo*, cit., pp. 285 ss. A. Witte, *The application of national banking supervision law by the ECB: three parallel modes of executing EU law?*, in *M.J. Eur. and Comp. Law*, 2014, pp. 102 ss.

<sup>31</sup> Cfr. N. Galasso, M. Latini Vaccarella, *Il caso ABLV Bank. Natura della dichiarazione failing or likely to fail della BCE ed effettività della tutela giurisdizionale*, cit., pp. 144 ss.

*invocate a sostegno di un ricorso contro la suddetta decisione del CRU. Ne consegue che la ricorrente deve essere in grado di chiedere l'annullamento della decisione del CRU di adottare o di non adottare un programma di risoluzione nei suoi confronti*<sup>32</sup>. Sul punto quindi il Tribunale, rigettando le istanze del CRU, ha correttamente classificato le decisioni impugnate come "atti impugnabili".

4. Tralasciando in questa sede l'analisi puntuale di tutti i motivi del ricorso sul merito della questione, si può focalizzare l'attenzione su un passaggio specifico della pronuncia, ossia quello riguardante la *"questione se il CRU fosse legittimato a fondarsi sulla valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente da parte della BCE"*, da cui è possibile ricavare importanti principi circa il rapporto che intercorre tra la BCE in qualità di Autorità di vigilanza e il CRU come attore principale nell'ambito del Meccanismo di Risoluzione Unico<sup>33</sup>.

Per il Tribunale *"la ricorrente fa valere, nella replica, che il CRU non poteva fondarsi unicamente sulla valutazione di dissesto o rischio di dissesto della ricorrente effettuata dalla BCE senza procedere esso stesso ad un proprio esame. Tale censura, che occorre esaminare per prima, deve essere respinta indipendentemente dalla questione se si tratti di una censura nuova ai sensi dell'articolo 84, paragrafo 1, del regolamento di procedura"*<sup>34</sup>.

La Corte europea, infatti, oltre a dare una qualificazione alle decisioni del CRU e a stabilire l'impugnabilità delle stesse, si è spinta oltre affermando che la preventiva valutazione effettuata dalla BCE non vincoli in alcun modo il CRU, il quale può discostarsene ogni qual volta ritenga di non condividere la valutazione effettuata dalla

---

<sup>32</sup> Si veda paragrafo 35 della sentenza in commento.

<sup>33</sup> Si veda M. Macchia, *Il Single Resolution Board*, in *L'Unione bancaria europea*, a cura di Chiti-Santoro, Pisa, 2016, pp. 333 ss.

<sup>34</sup> Si veda paragrafo 103 della decisione in commento.

Banca Centrale<sup>35</sup>. Il Tribunale riprende così quanto già affermato nella sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea del 6 maggio 2021, laddove l'avvocato generale Sánchez-Bordona, aveva evidenziato *“che la valutazione di dissesto o rischio di dissesto effettuata dalla BCE possa essere rivestita di auctoritas, nel senso classico del termine, e che il CRU non possa omettere di tenere conto, né respingere il contenuto in maniera acritica ma che tale considerazione non implica che essa sia anche dotata della potestas inerente alle decisioni giuridiche che si impongono nei rapporti tra le istituzioni, allorché una di queste non possa discostarsi, nel merito, da quanto l'altra ha disposto o deliberato”*<sup>36</sup>.

Si tratta di un passaggio molto importante e decisivo della pronuncia e che, al di là delle questioni prettamente processuali, ha dei risvolti soprattutto sul piano sostanziale.

Al fine di comprendere *in toto* la portata di tali conclusioni, è opportuno procedere ad analizzare il Meccanismo di Risoluzione Unico e il riparto di competenze che sussiste, per il funzionamento dello stesso, tra la BCE e il Comitato di risoluzione unico.

Brevemente, il *Single Resolution Mechanism* è stato introdotto con il Regolamento UE n. 806/2014 che si affianca alla *Banking Recovery and Resolution*

---

<sup>35</sup> Il Comitato di risoluzione unico è un'agenzia dell'Unione dotata di personalità giuridica e di una struttura propria. Al pari delle *European supervisory authorities* (EBA, ESMA ed EIOPA), anche il Comitato si differenzia dalle tradizionali agenzie dell'Unione europea per il fatto di godere di una significativa indipendenza. Il Comitato si caratterizza per una peculiare ruolo di *decision-making* adottando decisioni discrezionali a carattere individuale. Il fondamento normativo del CRU è rivenuto nell'art. 114 del TFUE. Tale articolo, che costituisce la base giuridica su cui si fonda l'intero Meccanismo di Risoluzione Unico, mira al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno; cfr. M. Macchia, *Il Single Resolution Board*, cit., pp. 333 ss.; R. D'Ambrosio, S. Vignini, *The SRM: allocation of tasks and powers between the SRB and the NRAs and organizational issues*, in *Law and Practice of the Banking Union and of its governing Institutions (Cases and Materials)*, a cura di R. D'Ambrosio, Banca d'Italia Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 88, aprile 2020, pp. 317 ss.

<sup>36</sup> Cfr. Conclusioni dell'avvocato generale Manuel Campos Sánchez-Bordona del 14 gennaio 2021 nella causa ABLV Bank et al. c. Banca centrale europea (BCE), C-551/19 P e C-552/19 P, ECLI:EU:C:2021:369, punto 111.

*Directive* (BRRD)<sup>37</sup>, con l'intento di creare un processo decisionale "centralizzato" a livello europeo<sup>38</sup>. Il *Single Resolution Board* (SMB) è l'attore principale dell'intero procedimento di risoluzione al quale è stato affidato il compito elaborare i piani di risoluzione e di procedere al monitoraggio delle singole Autorità di risoluzione nazionali nell'attuazione del programma predisposto dal CRU<sup>39</sup>.

Durante l'*iter* legislativo che ha condotto all'istituzione della figura del SRM, non sono mancati dibattiti circa l'opportunità o meno di istituire una nuova figura a cui attribuire il ruolo di *resolution authority*<sup>40</sup>: la *decision* finale circa l'istituzione della stessa è volta ad evitare un'eccessiva concentrazione di poteri in capo alla BCE, la quale si trova già a svolgere, oltre alle funzioni proprie di una banca centrale, anche l'attività di vigilanza sugli istituti di credito *significant*<sup>41</sup>.

Per tale motivo anche il procedimento amministrativo che porta alla risoluzione di una banca vede coinvolti oltre al Comitato, anche la BCE e la Commissione e il Consiglio<sup>42</sup>. Ai sensi dell'art. 18 del SMRM, il Comitato adotta un programma di risoluzione qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni: "a) l'entità è in dissesto o rischio di dissesto; b) non esistono misure alternative che facciano ragionevolmente prospettare di evitare il dissesto dell'entità in tempi ragionevoli; c) l'azione di risoluzione è necessaria nell'interesse pubblico". Il CRU sottopone il programma alla Commissione e al procedimento partecipa, su proposta della stessa, anche il Consiglio, il quale può opporsi "al programma di risoluzione a motivo del fatto che il programma di risoluzione adottato dal Comitato non soddisfa il criterio dell'interesse pubblico" o "a

---

<sup>37</sup> Direttiva n. 2014/59/UE.

<sup>38</sup> Sulle ragioni della riforma v. D. Rossano, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit, p. 53 ss.

<sup>39</sup> Cfr. S. Del Gatto, *Il Single resolution mechanism. Quadro di insieme*, in *L'Unione bancaria europea*, a cura di M.P. Chiti, V. Santoro, Pisa, 2016, pp. 270 ss.

<sup>40</sup> Per un approfondimento sul punto si vedano S. Del Gatto, *Il Single resolution mechanism. Quadro di insieme*, cit., pp. 170 ss.; M. Macchia, *Il Single Resolution Board*, in *L'Unione bancaria europea*, a cura di Chiti-Santoro, Pisa, 2016, pp. 194 ss.

<sup>41</sup> L'attribuzione dei poteri di risoluzione alla BCE avrebbe potuto creare dei conflitti di interesse se la crisi della banca fosse stata aggravata da un non corretto esercizio dei poteri di vigilanza.

<sup>42</sup> Cfr. C. Eckes, R. D'Ambrosio, *Composite administrative procedures in the European Union*, in *ECB Legal Working Paper Series*, n. XX, novembre 2020, pp. 36 ss.

una modifica significativa dell'importo del Fondo previsto nel programma di risoluzione del Comitato"<sup>43</sup>. Il programma viene infine attuato dalle Autorità di risoluzione nazionali sotto la supervisione del CRU.

La fase di accertamento del dissesto o del rischio di dissesto rappresenta il punto iniziale che può portare in seguito all'instaurazione di un processo di risoluzione. La valutazione di tale condizione viene effettuata, ai sensi dell'art. 18, comma 1 del SRMR, "dalla BCE, previa consultazione del Comitato. Il Comitato, riunito in sessione esecutiva, può effettuare tale valutazione solo dopo aver informato la BCE della sua intenzione e solo se la BCE, entro tre giorni di calendario dal ricevimento di tale informazione, non effettua tale valutazione". Come già ricordato, l'art. 18, comma 4, del Regolamento prevede che è necessario che ricorra almeno una delle seguenti condizioni per dichiarare una banca in dissesto o a rischio di dissesto: "a) l'entità viola, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà, i requisiti per il prosieguo dell'autorizzazione; b) le attività dell'entità sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività; c) l'entità non è, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarà, in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza; d) l'entità necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario"<sup>44</sup>.

L'introduzione della dichiarazione di *failing or likely to fail*, che deriva dall'implementazione dei *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* elaborati dal *Financial Stability Board* nel 2011, segna il passaggio dalla c.d. *on-going supervision* della banca alla sua possibile risoluzione o dichiarazione dello stato di insolvenza<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Cfr. art. 18 del Regolamento (UE) n. 806/2014.

<sup>44</sup> Si veda C. Franchini, *L'organizzazione amministrativa dell'Unione europea*, in *Diritto amministrativo europeo*, a cura di Chiti, Milano, 2018, pp. 238 ss.

<sup>45</sup> Cfr. Financial Stability Board, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, novembre 2011. Al paragrafo 3.1 statuisce: "Resolution should be initiated when a firm is

La valutazione circa il possibile stato di dissesto che rileva nel Meccanismo di Risoluzione Unico comporta, comunque, un'attenta valutazione di elementi precisi (il capitale, la liquidità, i sistemi di *governance* dell'istituto di credito) che sarebbe più appropriata se effettuata dall'Autorità di vigilanza anziché da un organismo come il CRU<sup>46</sup>. Pertanto, si può evidenziare come, ai sensi dell'art. 97 della direttiva CRD IV, la determinazione del dissesto o del rischio di dissesto viene effettuata dalla BCE principalmente sulla base dei risultati del *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP)<sup>47</sup>: secondo tale processo, qualora l'ente creditizio totalizzi un punteggio pari a 4, la BCE procede alla valutazione dell'adozione di misure di intervento. In caso contrario<sup>48</sup>, la banca viene considerata “*non viable*” e la BCE è tenuta a compiere una valutazione sulla possibilità di dichiararne lo stato di dissesto o di rischio di dissesto<sup>49</sup>.

Esiste, dunque, un'importante interconnessione tra l'attività di vigilanza nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) e la valutazione e il giudizio sulla

---

no longer viable or likely to be no longer viable and has no reasonable prospect of becoming so. The resolution regime should provide for timely and early entry into resolution before a firm is balance-sheet insolvent and before all equity has been fully wiped out. There should be clear standards or suitable indicators of non-viability to help guide decisions on whether firms meet the conditions for entry into resolution”; si veda M. Gardella, *Judicial control of the interface between the ECB and the SRB in the SRM*, in *Judicial Review of the European Banking Union*, a cura di Zilioli-Wojcik, Cheltenham, 2021, pp. 464 ss.

<sup>46</sup> Cfr. C. Tovo, *Le agenzie decentrate dell'Unione*, Napoli, 2016, pp. 38 ss.; A. Perin, *Single Resolution Mechanism: ambito di applicazione, base giuridica e poteri sanzionatori*, in *Analisi giuridica dell'economia*, II, 2016, pp. 389 ss.

<sup>47</sup> Cfr. art. 97 della Direttiva 2013/36/UE: “1. Sulla base dei criteri tecnici stabiliti all'articolo 94, le autorità competenti riesaminano i dispositivi, le strategie, i processi e i meccanismi messi in atto dagli enti per conformarsi alla presente direttiva e al regolamento (UE) n. 575/2013 e valutano: a) i rischi ai quali gli enti sono o possono essere esposti; b) i rischi che un ente pone al sistema finanziario, tenendo conto dell'individuazione e della misurazione del rischio sistemico di cui all'articolo 23 del regolamento (UE) n. 1093/2010 o, se del caso, delle raccomandazioni del CERS, se opportuno; e c) i rischi rivelati dalle prove di stress, tenendo conto della natura, dell'ampiezza e della complessità delle attività dell'ente. 2. La revisione e la valutazione di cui al paragrafo 1 coprono tutti i requisiti previsti dalla presente direttiva e dal regolamento (UE) n. 575/2013. 3. Sulla base della revisione e della valutazione di cui al paragrafo 1, le autorità competenti determinano se i dispositivi, le strategie, i processi e i meccanismi messi in atto dagli enti e i fondi propri e la liquidità da essi detenuti assicurano una gestione ed una copertura adeguate dei loro rischi”.

<sup>48</sup> Se punteggio complessivo dello SREP sia pari a F.

<sup>49</sup> Si veda sul punto N. Galasso, M. Latini Vaccarella, *Il caso ABLV Bank. Natura della dichiarazione failing or likely to fail della BCE ed effettività della tutela giurisdizionale*, cit. pp. 149 ss.

situazione di dissesto della banca e ciò comporta che la competenza a dichiarare il dissesto dell'istituto di credito segua, generalmente, la ripartizione dei compiti di vigilanza all'interno del MVU in base alla qualificazione dell'ente interessato come *significant institution* o *less significant institution*<sup>50</sup>. La disciplina contenuta nel Regolamento UE n. 806/2014 pone in capo al CRU, per le *significant institutions*, una competenza residuale da attivare soltanto in caso di inerzia della BCE<sup>51</sup>.

Nella sentenza in commento, la censura proposta dalla ricorrente, secondo la quale il CRU non poteva fondarsi unicamente sulla valutazione di dissesto o rischio di dissesto effettuata dalla BCE senza procedere esso stesso ad un proprio esame, equivale, per il Tribunale, a non riconoscere il ruolo della BCE nel sistema istituito dall'art. 18 del Regolamento n. 806/2014, come già rilevato dalla Corte nella sentenza del 6 maggio 2021. Il CRU non è vincolato dalla valutazione di dissesto o rischio di dissesto effettuata dalla BCE: l'art. 18, comma 2 del Regolamento attribuisce un ruolo prioritario, ma non esclusivo, alla BCE che è tenuta a procedere alla valutazione del dissesto o rischio di dissesto di un'entità<sup>52</sup>. Nonostante il CRU possa procedere ad una valutazione, *“ciò può avvenire solo dopo aver informato la BCE della sua intenzione di farlo e solo se quest'ultima non effettua una valutazione entro tre giorni di calendario dal ricevimento di tale informazione. Alla BCE è quindi riconosciuta una competenza prioritaria per procedere a una simile valutazione, fondata sulla perizia di cui essa dispone in qualità di autorità di vigilanza, poiché, avendo accesso, in tale qualità, a tutte le informazioni prudenziali relative all'entità interessata, essa è la più idonea a determinare – alla luce della definizione di dissesto o rischio di dissesto di cui all'art. 18,*

---

<sup>50</sup> Cfr. C. Eckes, R. D'Ambrosio, Composite administrative procedures in the European Union, in ECB Legal Working Paper Series, n. XX, novembre 2020, pp. 36 ss.; A. De Aldisio, Il Meccanismo di Risoluzione Unico. La distribuzione dei compiti tra il Comitato di risoluzione unico e le autorità di risoluzione nazionali e altri aspetti istituzionali, in Scritti sull'Unione bancaria, a cura di R. D'Ambrosio, Banca d'Italia Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, 2016, pp. 174 ss.

<sup>51</sup> Sul punto si veda V. Calandra Bonaura, *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche. Aspetti critici*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, II, 2017, pp. 11 ss.

<sup>52</sup> Cfr. D. Busch, *Governance of the Single Resolution Mechanism*, in *European Banking Union*, a cura di Busch, Ferrarini, Oxford, II ed., 2020, pp. 390 ss.

*paragrafo 4, di tale regolamento, che fa riferimento, in particolare, ad elementi connessi alla situazione prudenziale quali le condizioni di autorizzazione, l'importo delle attività rispetto alle passività o l'indebitamento attuale o futuro – se tale condizione è soddisfatta*"<sup>53</sup>.

Nel caso di specie, il CRU ha fatto propria la valutazione e la stima della BCE secondo cui la ricorrente non sarebbe stata in grado, in futuro, di pagare i suoi debiti alla scadenza e che era in dissesto o a rischio di dissesto, non incorrendo in alcun errore di diritto e fondando la sua decisione sull'esame effettuato dalla BCE, considerata certamente *"l'istituzione nella posizione migliore per effettuare la valutazione del dissesto o rischio di dissesto della ricorrente"*<sup>54</sup>.

Laddove la valutazione FOLTF sia effettuata dall'Autorità di vigilanza, un successivo intervento del CRU in tal senso verrebbe meno anche in virtù del fatto che la BCE, *"essendo l'autorità di vigilanza on-going, dispone, in concreto, di maggiori informazioni e competenze per valutare correttamente il rischio di dissesto dell'ente vigilato"*<sup>55</sup>. Pertanto, a seguito di tali considerazioni, così come emerge implicitamente dal disposto della sentenza e dalla precedente pronuncia della Corte di Giustizia sul medesimo caso, sarebbe difficile giustificare una decisione del CRU contraria a quanto stabilito dalla BCE, che contraddica dunque lo stato di dissesto già accertato dall'Autorità di vigilanza europea<sup>56</sup>.

La sentenza in esame giunge alla conclusione condivisibile che la decisione impugnata del CRU (ossia la sola decisione SRB/EES/2018/09 per la quale il Tribunale

---

<sup>53</sup> Si veda il paragrafo 106 della sentenza in commento nonché A. Perin, *Single Resolution Mechanism: ambito di applicazione, base giuridica e poteri sanzionatori*, cit., pp. 322 ss.

<sup>54</sup> Cfr. paragrafo 108 della sentenza qui annotata.

<sup>55</sup> Cit. in N. Galasso, M. Latini Vaccarella, *Il caso ABLV Bank. Natura della dichiarazione failing or likely to fail della BCE ed effettività della tutela giurisdizionale*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 1, 2022, pp. 156 ss.

<sup>56</sup> Si vedano M. Lamandini, D. Ramos, *Banking Union's Accountability System in Practice. A Health Check-Up to Europe's Financial Heart*, 2020, in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3701117](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3701117); D. Busch, *Governance of the Single Resolution Mechanism*, in *European Banking Union*, a cura di Busch-Ferrari, Oxford, II ed., 2020, pp. 382 ss.

europeo ha riconosciuto una legittimazione ad agire in capo alla ricorrente, al contrario di quanto invece statuito per la decisione SRB/EES/2018/10), fondata su quanto dichiarato in precedenza dalla BCE, non è affatto illegittima per tutte le motivazioni appena esposte. Sulla base di quanto detto e di altri motivi di rigetto, il ricorso è stato respinto con condanna dell'ABLV Bank AS a sopportare, oltre alle proprie spese, quelle sostenute dal Comitato di Risoluzione Unico.

5. Il caso di ABLV rappresenta senza ombra di dubbio un traguardo importante per la regolamentazione della gestione delle crisi bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico che, dopo alcuni precedenti, contribuisce a consolidare una prassi ancora in corso di formazione circa il concreto “*modus operandi*” della Banca Centrale Europea e del Comitato di Risoluzione Unico<sup>57</sup>.

In termini generali, la pronuncia delinea in maniera ulteriore i presupposti della risoluzione stessa, le condizioni per attuarla e gli obiettivi, mettendo in evidenza che la necessità di garantire la stabilità finanziaria vincola l’Autorità nella scelta degli strumenti più adeguati al suo perseguimento nel pieno rispetto dei principi comunitari di libero mercato, secondo i quali il “salvataggio” della singola banca in crisi è da intendersi come funzionale alla salvaguardia del funzionamento complessivo dell’intera economia<sup>58</sup>.

Focalizzando l’attenzione sul merito della questione, dalla pronuncia emerge che, ai fini di una corretta qualificazione di un provvedimento avverso il quale viene presentato un ricorso, il giudice è tenuto a compiere un’attenta valutazione dei suoi effetti alla luce di criteri oggettivi e dei poteri dell’istituzione che l’ha emanato, al fine di qualificarlo come “impugnabile” nel caso in cui sia concretamente idoneo a produrre

---

<sup>57</sup> Sulla questione dell’indipendenza dell’autorità di risoluzione da quella di vigilanza v. D. Rossano, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit., 64 ss.

<sup>58</sup> Per un approfondimento A. De Aldisio, *Il Meccanismo di Risoluzione Unico. La distribuzione dei compiti tra il Comitato di risoluzione unico e le autorità di risoluzione nazionali e altri aspetti istituzionali*, in *Scritti sull’Unione bancaria*, a cura di R. D’Ambrosio, Banca d’Italia Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, 2016, pp. 134 ss.; R. Baratta, *Il sistema istituzionale dell’Unione europea*, Milano, 2021, pp. 73 ss.

effetti giuridici sfavorevoli nei confronti di determinati soggetti<sup>59</sup>.

L'atto di avvio del procedimento della BCE, seppur a primo impatto sembrerebbe essere vincolante per il Comitato di Risoluzione che comunque non potrà sindacare la conclusione che la banca si trovi in una situazione di crisi, presenta al contempo delle limitazioni.

A sostegno della prima affermazione vi è il fatto che nonostante sia vero che il Comitato può promuovere d'ufficio un procedimento di risoluzione, a seguito della obbligatoria comunicazione della sua intenzione alla BCE, quest'ultima ha il potere di avocare a sé detto procedimento<sup>60</sup>. La valutazione dell'Autorità di vigilanza possiede un'*auctoritas* rilevante di cui il CRU deve tenere conto, al fine di evitare di respingere una precedente decisione della BCE in maniera acritica: il limite a tale forma di autorità è però insito nella *potestas* che non è quella propria delle decisioni giuridiche relative ai rapporti tra le istituzioni, "*allorché una di queste non possa discostarsi, nel merito, da quanto l'altra ha disposto o deliberato*"<sup>61</sup>.

Nonostante ciò, è chiaro che di fatto, nella prassi, il Comitato tende in modo condivisibile ad adeguarsi a quanto valutato dalla BCE, grazie al maggior grado di conoscenza delle informazioni relative alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e all'elevata autorevolezza di quest'ultima.

**Roberta Lo Conte**

*Dottore di ricerca*

*nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"*

---

<sup>59</sup> Cfr. D. Busch, *Governance of the Single Resolution Mechanism*, in *European Banking Union*, a cura di Busch, Ferrarini, Oxford, II ed., 2020, pp. 390 ss.

<sup>60</sup> Si veda N. Galasso, M. Latini Vaccarella, *Il caso ABLV Bank. Natura della dichiarazione failing or likely to fail della BCE ed effettività della tutela giurisdizionale*, cit. pp. 152 ss.

<sup>61</sup> Cfr. Conclusioni dell'Avvocato generale Manuel Campos Sánchez-Bordona del 14 gennaio 2021 nella causa ABLV Bank et al. c. Banca centrale europea (BCE), C-551/19 P e C-552/19 P, ECLI:EU:C:2021:369, punto 111.