

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

Supplemento al n. 2/2023

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

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, P. Messina, 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:

L. Di Brina, F. Moliterni

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Presentazione</i> (Introduction).....	1
NICOLETTA BRODO – <i>Una nuova generazione di crediti deteriorati: gli Unlikely to pay nel contesto italiano</i> (The “new” unlikely to pay loans in the Italian economic scenario).....	5
SAMUELE GIULIANI - <i> Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell’investitore</i> (Markets in crypto-assets and regulatory paradigms of investor protection).....	31
ELISA GRUGNETTI - <i>I crediti deteriorati: dalla genesi alla dismissione. La GACS: operatività e prospettive</i> (Non-performing exposures: from genesis to disposal. GACS: functioning and prospects).....	62
MARGHERITA MERCATALI - <i>Le opportunità del mercato dei capitali tra nuove tecniche di gestione degli OICR e prospettive evolutive della regolazione europea e nazionale</i> (Capital market opportunities between new UCITS management techniques and the evolving perspectives of European and national regulation).....	83
LUIGI SPITALERI - <i>L’outsourcing nei servizi bancari e finanziari, profili di governance e prospettive di vigilanza</i> (Outsourcing in banking and financial services, governance profiles and supervisory perspectives).....	111

PRESENTAZIONE

(Introduction)

1. La direzione del Master sulla “Regolazione dell’attività finanziaria e dei mercati” pubblica in questo fascicolo alcune tesine dei partecipanti al corso svoltosi nell’anno accademico 2021/2022 in linea con la consolidata tradizione che premia i migliori elaborati predisposti in occasione dell’esame che conclude il corso di studi, che da oltre un decennio l’Università LUISS G. Carli offre ai laureati in scienze giuridiche ed economiche. Trattasi di lavori ritenuti meritevoli di diffusione nel settore scientifico di riferimento vuoi per la metodologia seguita nella elaborazione dei contributi in parola, vuoi per le tematiche trattate, requisiti che conferiscono alle tesine peculiare valenza anche grazie agli spunti di originalità che di sovente connotano le soluzioni prospettate.

Il particolare periodo storico che il nostro Paese e l’intera comunità internazionale stanno vivendo è alla base della riflessione di coloro che si propongono di analizzare significative problematiche dell’industria finanziaria al fine di mettere a fuoco la portata innovativa del cambiamento in atto. Da qui la propensione a rivisitare tematiche classiche nel riferimento alle modifiche disciplinari introdotte dalla più recente regolazione europea nella quale, com’è noto, rifluiscono istanze variegata: dalla definizione delle tipologie operative, come il *crowdfunding*, riconducibili a meccanismi automatizzati, alla necessità di far chiarezza sul crescente ricorso all’*outsourcing* nei servizi bancari e finanziari ovvero sulle nuove tecniche di gestione degli *OICR*. In tale contesto logico si collocano alcune delle indagini qui presentate, nelle quali la ricerca appare orientata ad individuare le significative sfide che attendono gli operatori finanziari.

Inoltre, sono apparsi ugualmente significativi anche taluni lavori che si soffermano su tematiche divenute oggetto di studio soprattutto nei tempi recenti, in quanto le soluzioni dei problemi ad esse sottese appaiono conferenti al ripristino

degli equilibri di mercato turbato da situazioni recessive o, quanto meno, di *stasi operativa* che incidono negativamente sulle aspettative di crescita. Mi riferisco, in particolare, alla complessa realtà dei «crediti deteriorati», nonché alla valutazione delle modalità di tutela dell'investitore di fronte alla grande espansione delle 'cripto-attività'. Come ho puntualizzato in altra sede, siamo in presenza di fenomeni pervasi da una tecnicità di non facile lettura, per cui l'interprete 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 esegetiche che possono, tuttavia, risultare fuorvianti.

Gli scritti che qui si presentano mettono bene in evidenza taluni significativi squilibri strutturali della normativa speciale che attualmente caratterizzano il corretto svolgimento dell'attività finanziaria, segnata dalle crisi che hanno connotato i primi due decenni di questo millennio; nel contempo, l'analisi ha riguardo alla 'sostenibilità finanziaria' dei rimedi che si vogliono adottare per conseguire l'obiettivo di superare gli ostacoli che impediscono la possibilità di assicurare un regolare e duraturo processo di sviluppo.

Ne conseguono i positivi esiti di tale ricerca, che vuole, tra l'altro, sottolineare i rischi ed i pericoli derivanti dalla mancata osservanza dei canoni che assicurano un corretto processo evolutivo, in grado di cogliere le opportunità del mercato. Più in generale, si evince il convincimento secondo cui, in linea con gli studi di *law and economics*, quest'ultimo non può funzionare senza regole precise, che ne garantiscano la riferibilità ad un ordine liberal-democratico, dovendo essere la relativa costruzione economico-giuridica adeguata alle esigenze di coloro che in esso operano.

2. Ancora una volta i partecipanti al Master hanno dimostrato un grande interesse per il significativo ruolo che il 'diritto' è chiamato a svolgere in una economia "in affanno", quale oggi si individua nella realtà geopolitica europea.

Sono note le indicazioni da tempo formulate dalla dottrina in ordine al superamento delle difficoltà insite nel 'governo della complessità', terminologia con la quale per solito viene qualificato l'*agere* posto in essere in un contesto caratterizzato dalla proliferazione delle problematiche causate da una sostanziale insufficienza dei criteri guida vigenti.

Nel settore che qui ci occupa la ricerca di possibili soluzioni in grado di contrastare e/o ridurre il manifestarsi dei fenomeni complessi deve far riferimento a modelli di «organizzazione operativa» che evitino un arretramento della crescita e, più in generale, i condizionamenti causati dalle crisi (finanziaria e pandemica) che negli ultimi lustri si sono susseguite. In altri termini, necessita che l'analisi non prescinda dalla riferibilità ad un equilibrato rapporto tra risparmio e investimento fondato sulla remunerazione del lavoro e sulla retribuzione del capitale, cui si accompagnano la prevenzione dei rischi e l'utilizzo della innovazione tecnologica. Sicchè le ipotizzabili soluzioni delle questioni oggetto di studio dovranno allontanare la prospettiva di un possibile, nuovo periodo di *austerità*, che finirebbe con l'aggravare la precaria situazione che oggi si presenta ai nostri occhi, con effetti al presente non calcolabili.

In questo scenario riemerge, a tutto tondo, l'esigenza di riconoscere al diritto la capacità di dare impulso allo sviluppo economico finanziario. Esso è in grado di rimuovere gli impedimenti che possono rallentare (o addirittura annullare) gli sforzi con cui la Comunità persegue detto obiettivo; il diritto - in quanto portatore delle istanze della società civile - deve sapersi rinnovare nel *continuum*, sì da conferire con le sue *riforme* linee guida che convergano verso un razionale punto di equilibrio degli interessi sociopolitici in campo. Come è dato desumere dall'esperienza del passato allorché la funzione giuridica in campo economico venne orientata a promuovere la progressione, *a fortiori* è evidente il benefico ruolo che essa può svolgere oggi interagendo positivamente sui livelli di sviluppo che appaiono, a tacer d'altro, particolarmente articolati.

Orbene, la valutazione positiva che ritengo di poter ascrivere ai saggi di alcuni valorosi partecipanti al Master da me diretto è fondata sul convincimento, che da ognuno di essi traspare l'intento di dover procedere ad un corretto inquadramento sistemico di nuovi schemi operativi ovvero di istituti da tempo all'esame della dottrina giuridica e della giurisprudenza. Tale risultato riflette, in primo luogo, il criterio metodologico, fondato sulla *interdisciplinarietà*, cui - come ho anticipato - sono stati improntati i lavori; criterio dagli Autori probabilmente desunto dagli incontri di studio realizzati nel Master da docenti universitari, esponenti delle istituzioni ed operatori del settore finanziario. Sotto altro profilo, rileva la presenza di un'inequivoca capacità critica dei paradigmi tradizionali del diritto dell'economia: intermediazione, mercato, sistema dei controlli pubblici, in linea con l'esigenza di tener fermo un rapporto armonico tra i medesimi.

In definitiva, ritengo meritevole di considerazione il fatto che la ricerca in parola si differenzia da consolidati orientamenti interpretativi, muovendosi in una logica che, per quanto attenta alle innovazioni che si riscontrano nell'industria finanziaria, ha di mira l'obiettivo di evitare la imposizione di vincoli ai quali è imputabile il mancato incremento delle filiere di produzione e di valore (dovuti alla creatività, soprattutto tecnologica), che possono espletare una azione feconda nell'industria finanziaria, favorendo lo sviluppo della collettività.

Roma, 1° ottobre 2023

Francesco Capriglione

UNA NUOVA GENERAZIONE DI CREDITI DETERIORATI: GLI UNLIKELY TO PAY NEL CONTESTO ITALIANO*

(The “new” unlikely to pay loans in the Italian economic scenario)

ABSTRACT: *The paper aims to analyse the new feature of the NPE market, due to massive increase of the UTP rate in the bank balance sheets expected in the following years. Moving from the existence of significant differences within the NPE category, the analysis focuses on the business models developed by the players involved in the NPE sector to manage the unlikely to pay loans. Hence, both the models of securitization transactions and collective management of the NPE assets by investment funds have been rethought, according to the “going concern” nature of the UTP loans.*

SOMMARIO: 1. La nuova generazione di crediti deteriorati – 2. La classificazione dei crediti deteriorati – 3. La gestione degli unlikely to pay in Italia – 4. La ristrutturazione delle posizioni UTP: i fondi UTP e le cartolarizzazioni. – 4.1. La gestione collettiva delle inadempienze probabili - 4.2. La cartolarizzazione “di ristrutturazione” – 4.2.1 (segue) L’attività di direct lending delle società veicolo e i possibili beneficiari dei finanziamenti.

1. Per il giurista del secolo scorso, l’utilizzo dell’espressione “crediti deteriorati” avrebbe probabilmente evocato istituti tipici del diritto civile e del diritto commerciale (rispettivamente, l’inadempimento e l’insolvenza) e regole, contenute nel codice civile, che operano all’insorgere di una crisi che coinvolge il debitore e che prevedono, a tutela del creditore, specifiche conseguenze in ordine alla continuazione, sospensione o estinzione del rapporto obbligatorio¹.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Si pensi, ad esempio, all’articolo 2743 c.c., ai sensi del quale il creditore può chiedere che gli venga prestata altra garanzia su altri beni, ovvero l’immediato pagamento del suo credito, qualora la cosa costituita in pegno o ipoteca perisca o si deteriori; all’art. 1186 c.c., che prevede la decadenza del debitore dal beneficio del termine se questi è divenuto insolvente o ha diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva date o non ha dato le garanzie che aveva promesse; all’art. 1461 c.c.,

Diversamente oggi il lemma “crediti deteriorati”, soprattutto quando impiegato nella versione anglofona di “*non performing exposures*”, richiama all’attenzione le attività di un settore specifico, quale quello bancario e finanziario, ed un articolato e peculiare complesso normativo di matrice eurounitaria. In tal senso, e più precisamente, il fenomeno dei crediti deteriorati assume una rilevanza autonoma e diviene un tema “classico” di ricerche afferenti al settore disciplinare del diritto dell’economia.²

Com’è noto, infatti, all’indomani della crisi finanziaria degli anni 2007-2008, nei bilanci delle banche italiane, e non solo, si rilevò la presenza, oltre i limiti fisiologici, di posizioni attive, accumulate dal fatto di riferirsi a rapporti giuridici che «*disattend[evano] le aspettative che la banca aveva al momento della conclusione del contratto, [...] sia con riferimento al rischio di credito, cioè alla probabilità che il debitore adempia con regolarità la propria prestazione, sia all’inadempimento dell’obbligazione dedotta nel contratto di credito.*»³ Tale circostanza, in un primo momento sottovalutata dagli intermediari e dalle autorità, anche politiche⁴, ha successivamente costituito motivo di grave allarme per il sistema poiché si comprese che ingenti masse di crediti deteriorati nei bilanci degli enti crediti, la cui

che permette a ciascun contraente di sospendere l’esecuzione della propria prestazione, se le condizioni patrimoniali dell’altro mettono in pericolo il conseguimento della controprestazione.

² Per completezza, è opportuno segnalare che la dottrina si interroga sulle possibili ripercussioni degli attivi problematici sul sistema economico-finanziario già dagli anni ’90. Si veda, ad esempio, GENERALE – GOBBI, *Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamenti delle banche*, in *Banca d’Italia, Temi di discussione (Working Papers)*, 265, marzo 1996; TIERNO, *I crediti in sofferenza nei bilanci bancari*, in *Amministrazione & Finanza*, 1993, 12; MASCIANDARO – PORTA, *Le sofferenze bancarie in Italia. Cause, effetti su intermediari e imprese, profili di vigilanza*, Roma, 1998.

³ LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, II, suppl. 2, 2019 p. 174 e ss, in particolare p. 175.

⁴ In tal senso, la dottrina ha messo in luce che, all’inizio della seconda decade del 2000, di fronte all’ingente stock di NPL nei bilanci bancari, le banche coinvolte «preferivano evitare il più possibile di esplicitare in bilancio le conseguenze di una tempestiva e corretta evidenziazione del relativo volume e gravità» e le autorità «preferivano attestarsi, a proposito della solidità del nostro sistema bancario, su una sorta di ottimismo istituzionale» (in questi termini, CESARINI, *Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive dei crediti deteriorati: alcune riflessioni*, in *Bancaria*, 2019, I, 7).

attività è di per sé «connotata dall'assunzione di rischi»⁵, compromettono gli equilibri funzionali degli stessi enti, dando luogo a «forme di illiquidità che impediscono lo svolgimento di un'azione libera da condizionamenti e protesa al conseguimento di remunerativi livelli di redditività»⁶.

Nell'ampio processo di riforma del sistema creditizio e finanziario europeo, culminato con l'istituzione di un Meccanismo di Vigilanza Unico per l'Eurozona⁷, la definizione di un regime comune applicabile ai crediti deteriorati ha rappresentato un obiettivo cruciale per le autorità di settore. A partire dalla prima decade degli anni Duemila, si è assistito ad un "proliferare" di fonti normative di diverso livello che, in base al diverso grado di cogenza, impongono o suggeriscono alle banche di dotarsi di strumenti capaci di "ripulire", nel presente, i propri bilanci dai crediti problematici e di prevenire, per il futuro, il formarsi di stock allarmanti di detti crediti.

A distanza di più di dieci anni dalla crisi del 2007-2008, il fenomeno dei crediti deteriorati rappresenta ancora un complesso banco di prova per la tenuta del sistema finanziario. L'insorgere di nuove cause di deterioramento creditizio (su tutte, la crisi pandemica da Covid-19) induce i regolatori e gli operatori finanziari a riflettere su quali possano essere le forme più appropriate per la gestione delle "nuove" sofferenze. In questa ottica, è opportuno evidenziare che questa nuova

⁵ CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, II, suppl. 2, 2019 1 ss, in particolare p. 3. L'esercizio dell'attività bancaria presuppone l'assunzione di rischi in quanto attività di impresa (cfr. art. 10 Testo Unico Bancario). In particolare, l'esercizio dell'attività di erogazione di credito, che costituisce il binomio dell'attività bancaria soggetta a riserva, prevede per definizione che il concedente sopporti il rischio che il prestatore si riveli inadempiente (cfr. BONTEMPI, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, 7° Edizione, Milano, 2021, 144). Per tale ragione, il fatto che le banche iscrivano nel proprio bilancio non dovrebbe suscitare, di norma, particolare allarme, essendo queste ultime fisiologicamente predisposte ad assorbire una certa massa di crediti deteriorati. Cfr. MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, in MALVAGNA – SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 199.

⁶ CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 6.

⁷ Il Meccanismo di Vigilanza unico (MVU) è stato istituito con il Regolamento (UE) n. 1024/2013. In riferimento alla riforma recata ad opera del diritto europeo al settore bancario e finanziario, si veda CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea*, Torino, 2013.

generazione di crediti deteriorati coinvolge una considerevole fetta del settore imprenditoriale (soprattutto PMI), nonché famiglie e clienti retail⁸. Nella maggior parte dei casi, si tratta di soggetti che, nonostante le difficoltà ad onorare gli impegni assunti nei confronti degli enti creditizi, nutrono delle reali aspettative di tornare *in bonis*. La prospettiva di un ritorno *in bonis* di tali posizioni rende inadeguato un loro trattamento secondo dinamiche e modalità già sperimentate in materia di crediti deteriorati, rivolte, perlopiù, alla liquidazione e al recupero del credito. A differenza del passato, infatti, alla banca viene richiesto di spogliarsi delle tipiche vesti di creditore, per divenire “*partner*” di tali debitori, disposto (e capace) ad accompagnare “pazientemente” questi ultimi in ambiziosi processi di ristrutturazione.

2. Nella nozione di “crediti deteriorati”, rientra un’ampia gamma di figure debitorie «*accomunate in un unitario genus, che le ricomprende tutte nel riferimento al comune denominatore della difficoltà e/o inesigibilità del pagamento ad esse sotteso*»⁹. Tuttavia, l’unificazione categoriale non può nascondere le differenze che intercorrono tra le diverse tipologie di crediti deteriorati. In particolare, tali differenze possono ricondursi ai diversi gradi di anomalia del credito e di gravità del deterioramento. Ebbene, come si vedrà a breve, le sfumature interne alla categoria dei “crediti deteriorati” emergono con maggior nitore nella definizione domestica fornita dalla Banca d’Italia rispetto alla definizione europea contenuta nel Regolamento (UE) n. 585/2013 (c.d. *Capital Requirements Regulation*: CRR).

Partendo da quest’ultima normativa, occorre volgere l’attenzione al suo art. 47 *bis*, introdotto dal Regolamento (UE) n. 630/2019¹⁰ e dedicato proprio alle “*esposizioni deteriorate*” (“*non performing exposures*”, nella versione in lingua

⁸ Cfr. PWC, *The Italian NPE Market. Brand New Day?*, December 2022, <https://www.pwc.com/it/it/publications/npl-market.html>.

⁹ CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 4.

¹⁰ Il nuovo art. 47 *bis* CRR è stato introdotto ad opera dell’art. 1, par. 2, del Regolamento (UE) 2019/630.

inglese). Al netto di alcuni aggiornamenti¹¹, detta disposizione recepisce la definizione armonizzata di *non performing exposures* elaborata dall’Autorità Bancaria Europea nel 2014¹², ai sensi della quale un’esposizione si qualifica come “*non performing*” quando le obbligazioni di pagamento siano scadute da almeno 90 giorni (criterio c.d. del *past due*) ovvero qualora l’intermediario, a seguito di una valutazione sulle capacità di rimborso del creditore, ritenga improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l’escussione delle garanzie, indipendentemente dalla sussistenza di scadenze e/o insoluti (criterio c.d. dell’*unlikely to pay*).

Passando all’ambito nazionale, la Banca d’Italia ha preso per la prima volta in considerazione le esposizioni deteriorate nell’ambito della normativa di vigilanza con la Circolare n. 272 del 30 luglio 2008, riguardante la “matrice dei conti”¹³. In tale contesto, l’Autorità nazionale, con lo scopo di ottenere dagli intermediari una serie di dati rilevanti sulla “qualità” dei crediti vantati, ha individuato quattro classi di attivi deteriorati (sofferenze, partite incagliate, esposizioni ristrutturata ed esposizioni scadute/sconfinanti), fornendo per ciascuna di esse un’autonoma definizione¹⁴.

A seguito dell’introduzione della definizione armonizzata di *non performing exposures* ad opera dell’ABE, la Banca d’Italia ha opportunamente recepito la

¹¹ In particolare, viene mantenuto l’approccio dicotomico del criterio del *past due* e dell’*unlikely to pay*, provvedendo ad integrare maggiormente la casistica. Si veda il Considerando 7 al Regolamento (UE) 2019/630, ai sensi del quale «[a]i fini dell’applicazione dei livelli minimi di accantonamento prudenziale, è opportuno introdurre nel regolamento (UE) n. 575/2013 un insieme chiaro di criteri di classificazione delle esposizioni deteriorate. Dato che il regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione fissa già criteri relativi alle esposizioni deteriorate ai fini delle segnalazioni di vigilanza, è opportuno che la classificazione delle esposizioni deteriorate sia basata su questo quadro vigente.».

¹² V. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Final draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting of forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*, luglio 2014.

¹³ La Circolare Banca d’Italia n. 272 del 30 luglio 2008 recante la “Matrice dei conti” è oggi giunta al 16 aggiornamento, pubblicato il 2 novembre 2022, le cui disposizioni sono entrate in vigore da gennaio 2023.

¹⁴ V. Circolare Banca d’Italia n. 272/2008, 1° aggiornamento, Sezione B.3 “Qualità del credito”.

“novella” provvedendo ad un aggiornamento della predetta Circolare¹⁵, conservando, tuttavia, l’approccio classificatorio già adottato in precedenza. La suddivisione è stata comunque in parte modificata: attualmente in Italia gli NPLs «sono ripartit[i] nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti»¹⁶, secondo un diverso livello di anomalia del credito¹⁷ e di gravità del deterioramento¹⁸.

Sulla base dell’anomalia, in ordine crescente, prima si collocano le esposizioni scadute e/o sconfinanti, poi le inadempienze probabili e per ultime le sofferenze. Invero, nelle esposizioni scadute, categoria residuale rispetto alle altre due, l’anomalia, risiedendo nel mero ritardo nell’adempimento, non è particolarmente allarmante, ossia non è tale da far ritenere improbabile il totale adempimento dell’obbligazione senza il ricorso all’escussione delle garanzie, né tanto meno è tale da desumere uno stato di insolvenza.

¹⁵ La definizione armonizzata di “*non performing loans*” è stata recepita con il 7° aggiornamento alla Circolare Banca d’Italia n. 272/2008, pubblicato il 20 gennaio 2015.

¹⁶ V. Circolare Banca d’Italia n. 272/2008 cit. «Sofferenze: il complesso delle esposizioni creditizie per cassa e “fuori bilancio” nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca. Sono escluse le esposizioni la cui situazione di anomalia sia riconducibile a profili attinenti al rischio Paese. [...]

Inadempienze probabili (“*unlikely to pay*”): la classificazione in tale categoria è, innanzitutto, il risultato del giudizio della banca circa l’improbabilità che, senza il ricorso ad azioni quali l’escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie. Tale valutazione va operata in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati. [...]

Esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate: esposizioni creditizie per cassa, diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili, che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute o sconfinanti.»

¹⁷ Cfr. BASSAN, *Le nuove regole per le inadempienze probabili alla prova del mercato*, in *Bancaria*, 2019, 3, p. 62 ss, in particolare p. 63.

¹⁸ Per contro, la definizione adottata a livello comunitario prescinde da un’articolazione basata sul grado di anomalia e di deterioramento del credito, di talché non è sempre possibile una piena corrispondenza tra le categorie italiane di crediti deteriorati e le due sottoclassi (UTP e NPL) individuate dall’ABE. Ciò risulta evidente prendendo ad esempio la categoria delle esposizioni scadute e/o sconfinanti. Ai sensi della definizione italiana, la categoria delle esposizioni scadute e/o sconfinanti, in quanto categoria residuale rispetto alle sofferenze e delle inadempienze probabili, individua posizioni scadute da poco tempo e quindi con alte possibilità di ritornare *in bonis*. Di contro, nella definizione EBA la categoria delle esposizioni scadute ricomprende anche posizioni creditizie scadute da molto tempo che, in Italia, sarebbero annoverate tra le sofferenze. Per queste considerazioni, si veda BASSAN, *Le nuove regole per le inadempienze probabili alla prova del mercato*, cit., p. 63.

Dal punto di vista della gravità del deterioramento, invece, le prime due classi sopracitate individuano ipotesi di deterioramento del credito dovuto a situazioni di crisi temporanea e, tendenzialmente, reversibile del debitore, che ha, dunque, ragionevoli probabilità di tornare *in bonis* (c.d. *going concern*).¹⁹ Al contrario, la categoria delle sofferenze individua crediti connotati da un deterioramento irreversibile, perché vantati nei confronti di soggetti che versano in uno stato di insolvenza, di fatto o di diritto, o in situazioni analoghe (c.d. *gone concern*).²⁰

Cionondimeno, ogni tentativo di classificazione all'interno dell'ampia classe dei crediti deteriorati risulta vanificato non appena si volge l'attenzione al contesto normativo di discendenza europea. A dispetto, infatti, di una definizione armonizzata che – pur timidamente – traccia i tratti differenziali delle fattispecie che compongono l'insieme dei “crediti deteriorati” (v. *supra* art. 47 bis, CRR), il legislatore europeo non sembra trarre da tale differenziazione l'esigenza di un regime disciplinare altrettanto variegato, preferendo adottare, anche in occasioni più recenti²¹, norme che si applicano indistintamente alla generale categoria dei crediti deteriorati²². Un simile approccio normativo non va esente da critiche,

¹⁹ Per queste considerazioni, si veda GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione* in *Dirittobancario.it*, luglio 2019.

²⁰ Nella logica della Banca d'Italia, la tripartizione compiuta è funzionale a mantenere una distinzione, seppur a meri fini statistici, tra situazioni di crisi reversibile e situazioni di crisi irreversibile, evidenziando il sottoinsieme dei crediti deteriorati (le sofferenze), connotato da maggiore gravità. Cfr. BARBAGALLO, *I Crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Primo Congresso Nazionale FIRST CISL - “La fiducia tra banche e Paese: NPL, un terreno da cui far ripartire il dialogo”, Roma, 6 giugno 2017.

²¹ Si veda, in particolare, la Direttiva 2021/6167 recante disposizioni in materia di “gestori di crediti, acquirenti di crediti e recupero delle garanzie reali”, adottata nell'ambito dell'*Action Plan to Tackle Non Performing Loans* approvato dal Consiglio europeo nel 2017.

²² La definizione di NPL è funzionale all'applicazione di un complesso articolato di norme elaborato a livello europeo. Nell'ambito delle regole di vigilanza, viene in rilievo, in particolare, il Reg. 2019/630 che, in modifica del Reg. (UE) 2013/575 ha introdotto il c.d. approccio di calendario (*calendar provisionins*): questa normativa, al fine di migliorare la qualità degli attivi nei bilanci bancari, impone delle svalutazioni graduali per i crediti deteriorati fino a raggiungere una svalutazione integrale alla fine di un determinato periodo, indipendentemente dalle effettive prospettive di recupero e della valutazione contabile. Evidentemente, un approccio di tal genere appare il meno compatibile – come si approfondirà in seguito – rispetto alla gestione di posizioni la

dirette ad evidenziare, sotto più aspetti²³, l'inopportunità di applicare estensivamente modelli strutturati per posizioni debitorie decotte e irrecuperabili (i *non performing loans*, cioè le sofferenze), a posizioni, seppur anomale, ancora "in vita" (gli "*unlikely to pay*"), la cui evoluzione, nel senso di un ritorno *in bonis* ovvero di un loro sconfinamento in posizioni deteriorate, dipenderà in concreto dalla scelta gestoria compiuta, di volta in volta, dall'ente creditizio.

In quanto categoria fondata su una valutazione discrezionale compiuta dall'ente creditizio, la classificazione di un credito alla stregua di un "*unlikely to pay*" presuppone necessariamente un'attenta fase valutativa, di *due diligence* sulle singole posizioni debitorie, sui cui risultati dovrà fondarsi un duplice giudizio prognostico ad opera dell'ente coinvolto. In un primo momento, l'ente deve valutare la capacità del debitore di onorare regolarmente il proprio debito (c.d. criterio *forward looking*²⁴), basando il giudizio su fattori qualitativi, più che quantitativi, avuto riguardo, ad esempio, all'attività svolta dal debitore, allo stato di salute del settore in cui esso svolge la propria attività lavorativa, all'esistenza di altre esposizioni nei confronti della medesima banca, *etc.*²⁵ In seguito, ove l'ente creditizio stimi il credito "*unlikely to pay*", l'intermediario dovrà - in autonomia

cui evoluzione (ritorno *in bonis* o sconfinamento in posizioni deteriorate) «*dipende proprio dalla loro gestione*»

²³ Nell'ambito del complesso disciplinare applicabile genericamente alla categoria degli NPE, in materia di vigilanza, viene in rilievo, in particolare, il Regolamento 2019/630, di cui si è già in parte accennato, che, in modifica del Reg. (UE) 2013/575 ha introdotto il c.d. approccio di calendario (*calendar provisioning*): questa normativa, al fine di migliorare la qualità degli attivi nei bilanci bancari, impone delle svalutazioni graduali per i crediti deteriorati fino a raggiungere una svalutazione integrale alla fine di un determinato periodo, indipendentemente dalle effettive prospettive di recupero e della valutazione contabile. Evidentemente, un approccio di tal genere appare il meno compatibile rispetto a posizioni debitorie la cui evoluzione (ritorno *in bonis* o sconfinamento in posizioni deteriorate) «*dipende proprio dalla loro gestione*». Per queste considerazioni, si veda BASSAN, *Le nuove regole per le inadempienze probabili alla prova del mercato*, cit., p. 65.

Per completezza, non potrebbe tacersi che, nella logica dell'autorità di vigilanza italiana, un'assimilazione in punto di regime disciplinare tra gli *unlikely to pay* e i *non performing loans*, sia una scelta da ricondurre all'ingente ammontare di crediti qualificabili come *unlikely to pay* presente sul mercato italiano. Cfr. BANCA D'ITALIA, *I crediti deteriorati (Non performing loans - NPL) del sistema bancario*, reperibile online.

²⁴ Cfr. BASSAN, *Le nuove regole per le inadempienze probabili alla prova del mercato*, cit., p. 63.

²⁵ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 19.

oppure in *outsourcing*, affidando l'incarico a terzi esperti e indipendenti²⁶ - individuare la strategia di gestione più adeguata alla singola posizione, secondo logiche che non ne mortifichino il valore.

Diversamente, nel caso di crediti *non performing*, oltre alla irregolarità nel rimborso, vi è la certezza di non recuperare integralmente il credito, se non mediante l'escussione delle garanzie, versando il debitore in uno stato di insolvenza, di fatto o di diritto²⁷. Conseguentemente, le scelte gestorie che l'ente bancario – o il soggetto a cui è affidata al gestione – è tenuto a compiere verteranno in concreto sulle modalità di liquidazione degli stessi per il recupero di quanto possibile²⁸.

²⁶ Cfr., in part., MALINCONICO – PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione di Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, 2017, 5, p. 67, in cui si rileva, in particolare, la necessità di migliorare la gestione documentale e l'archiviazione storia delle posizioni da parte degli enti bancari, poiché «una non sufficiente raccolta e organizzazione dei dati sul processo di gestione delle partite deteriorate ha infatti come conseguenza una bassa qualità delle informazioni necessarie a guidare le decisioni sulla migliore strategia di recupero, influenzando sulla probabilità di recupero. Inoltre, la carenza di trasparenza può compromettere o comunque rendere più complessi i deals con soggetti esterni anche allorquando la banca intenda attuare operazioni di cessione di NPLs.».

²⁷ In contrapposizione al criterio di *forward looking*, che ispira il giudizio dell'ente finalizzato alla qualificazione alla stregua di *unlikely to pay*, per le posizioni *non performing*, la valutazione sarebbe *backward looking*, dovendo aversi riguardo non a ciò che avverrà (i.e. il probabile inadempimento del debitore alle obbligazioni assunte), bensì a ciò che già si è realizzato (i.e. lo stato di insolvenza, di fatto o di diritto, del debitore). Cfr. BASSAN, *Le nuove regole per le inadempienze probabili alla prova del mercato*, cit., p. 63.

²⁸ Per il caso di esposizioni deteriorate scadute da più tempo e riferite a debitori per i quali la banca abbia ritenuto non praticabile un ritorno *in bonis*, l'attività di recupero consisterà nell'esercizio di azioni legali e nella liquidazione delle garanzie eventualmente prestate dal debitore inadempiente. La banca dovrà compiere un'analisi di costi-benefici tra le varie opzioni liquidatorie praticabili, in via giudiziale e stragiudiziale. In proposito, la via delle azioni giudiziali per il recupero del credito appare oggi difficilmente praticabile, dati i tempi della giustizia civile e delle procedure esecutive (cfr. in argomento LEMMA, *Diritto ed economia dei mezzi processuali (Azione e resistenza temeraria)*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2010, II, 1), potendo la banca ricorrere ad istituti *ad hoc* di natura stragiudiziale (cfr. MALINCONICO-PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: operazioni strategiche e Linee Guida della Bce*, cit., 69. In particolare, sugli strumenti stragiudiziali di recupero del credito, D'AMICO – PAGLIANTINI-PIRAINO – RUMI, *I nuovi marciatori*, Giappichelli, 2017). Peraltro, si rileva che proprio l'incompatibilità tra i lunghi tempi della giustizia esecutiva e le stringenti tempistiche previste dal *Calendar provisioning* determina la banca verso l'alternativa della cessione sul mercato delle posizioni NPLs, sì da procedere rapidamente alla *derecognition* dei crediti ed alla conseguente liberazione di risorse patrimoniali. (Cfr., per queste considerazioni, LEMMA, *I fondi di NPL e UTP*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, II, suppl. 2, 177).

3. Recenti analisi del mercato finanziario mostrano, a conferma delle previsioni già formulate²⁹, che negli ultimi anni l'ammontare dei crediti qualificati come *unlikely to pay* presente nei bilanci delle banche italiane è aumentato costantemente, fino a superare, a partire dall'anno 2020, il valore totale dello *stock* di crediti *non performing*³⁰; per il futuro si stima che l'ammontare dei crediti *unlikely to pay* arriverà a sfiorare la cifra di Euro 500 miliardi³¹.

Simili dati confermano l'esigenza, di cui la dottrina si è fatta portavoce già da tempo³², di adottare soluzioni e modelli gestori che tengano debitamente conto delle caratteristiche proprie delle inadempienze probabili. Per un verso, il mercato ha sperimentato soluzioni gestorie particolarmente innovative – da ricondurre all'elaborazione di soggetti privati a cui gli enti bancari sovente ricorrono per gestire ampi stock di crediti *under performing* – che hanno suscitato l'attenzione dei *policy makers*. D'altro canto, a fronte dell'aumento di crediti deteriorati a seguito della crisi pandemica da Covid-19, è stata da più parti³³ incoraggiata la soluzione di affidare il sistema di gestione dei crediti deteriorati ad enti riconducibili, in larga

²⁹ Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p.24.

³⁰ Da una recente indagine condotta da PWC emerge che il valore di UTP presenti nei bilanci delle banche ammonta a Euro 36.5 miliardi nel primo semestre del 2022, mentre l'ammontare di NPL, per lo stesso periodo, si colloca intorno a Euro 27.2 miliardi. V. PWC, *The Italian NPE Market. Brand New Day?*, December 2022.

³¹ PWC, *The Italian NPE Market. Brand New Day?*, December 2022: «*UTPs still on bank balance sheets (€36.5bn), the loans backed by state guarantees disbursed in the last 2 years more than €250bn and the expected new NPE flows (up to €60bn) bring the total amount of credits "under the spotlight" to over €500bn. These loans should be the real focus of all players involved in the NPE space in the next years. These are "live" credits to be managed proactively with the aim of bringing them "back to performing". That's hundreds of thousands of small and medium-sized businesses that need to be supported*».

³² Fra i molti, CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., *passim*; MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, cit., *passim*; BASSAN, *Le nuove regole per le inadempienze probabili alla prova del mercato*, cit., *passim*.; MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, cit., *passim*.

³³ Si veda, ad esempio, MASERA, *Per una bad bank europea*, Keynote speech al Congresso nazionale di giurimetria, banca e finanzia, NPL&UTP, Alma Iura, Verona, 13 ottobre 2020; MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, in SCIARRONE ALIBRANDI – MALVAGNA (a cura di), *Sistema produttivo post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 199.

parte, al settore pubblico³⁴. Di recente, infatti, al fianco di soluzioni gestorie riconducibili al settore privato, si è aggiunta in modo crescente l'attività di una società per azioni, direttamente riconducibile al Ministero dell'Economia e delle Finanze, denominata *Asset Management Company (AMCO)*. L'attività di AMCO, qualificabile alla stregua di un *credit servicer* (intermediario finanziario ex art. 106 T.U.B.), assume particolare rilievo nel caso dei crediti *unlikely to pay* – a differenza del regime della GACS (Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze), operativa solo in caso di crediti qualificati per l'appunto come sofferenze³⁵. In tale ambito, l'intervento di AMCO si è concretizzato già nel 2019 con l'istituzione di un fondo *multi-originator* - avente lo scopo di gestire i crediti *unlikely to pay* del settore immobiliare attraverso percorsi di ristrutturazione e rilancio industriale che prevedono, tra l'altro, l'erogazione di nuova finanza ai debitori da parte di investitori istituzionali (tra cui, la stessa AMCO) – nell'ambito del quale AMCO opera come *master e special servicer*³⁶. Inoltre, a conferma di scenari già previsti in

³⁴ Per completezza, consta ricordare che un primo intervento diretto da parte delle Autorità politiche in materia di recupero di crediti deteriorati è senz'altro riconducibile all'introduzione di una garanzia statale incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta (la Garanzia per la Cartolarizzazione dei Crediti in Sofferenza, c.d. "GACS") concessa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione (esclusivamente sulla tranche *senior* e a copertura integrale sia del mancato pagamento delle somme dovute per capitale che per interessi), a fronte della cessione di crediti pecuniari - inclusi crediti derivanti da contratti di *leasing* classificati come sofferenze (con esclusione, dunque, delle inadempienze probabili)- a società veicolo di cartolarizzazione da parte di soggetti bancari aventi sede legale in Italia. Lo schema della GACS è stato introdotto dal Decreto- legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito nella Legge 8 aprile 2016, n. 49 recante "*Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio*". Con il Decreto-legge 25 marzo 2019, n. 22, convertito in Legge n. 41/2019, la GACS è stata rinnovata, con alcune modifiche, per 24 mesi. Con Decreto MEF del 15 luglio 2021 (pubblicato sulla GURI del 3 agosto 2021, n. 184 – Serie Generale) il periodo di operatività è stato infine prorogato, con alcuni aggiornamenti, per ulteriori 12 mesi, fino al 14 giugno 2022, termine in cui il regime è venuto a scadenza. Appare comunque prospettabile, come si apprende dai mass media, un rinnovo dello schema GACS anche per il 2023, seppur in termini più leggeri. Cfr. l'articolo *Crediti deteriorati, tornando le garanzie statali (più leggere)* visionabile su <https://www.ilsole24ore.com/art/crediti-deteriorati-tornano-garanzie-statali-piu-leggere>.

³⁵ Si veda, per la prospettiva di una estensione del regime GACS anche ai crediti UTP, MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, cit., p. 220.

³⁶ Alla data di settembre 2022 hanno aderito al fondo, cedendo crediti UTP alla piattaforma, undici gruppi bancari italiani (Banco BPM, Banca MPS, MPS Capital Services, UBI Banca, Intesa San Paolo, BNL, Unicredit Leasing, CRA Binasco, ICCREA Banca, BPER, Banco Desio). Il ruolo di

dottrina³⁷, è in corso di strutturazione un innovativo progetto, denominato G.l.a.m. (*Guaranties Loan Active Management*), che ha l'(ambizioso) obiettivo di rilevare e gestire, secondo modalità più "rilassate", i crediti (che presentino anomalie in punto di adempimento) concessi dagli enti bancari a debitori *corporate* (PMI) per far fronte all'emergenza Covid-19 e garantiti dal Fondo Centrale di Garanzia³⁸.

L'ascesa di AMCO sul mercato dei crediti *under performing* rievoca – e, sotto certi aspetti, dà concretezza – alla proposta avanzata in sede europea di costituire una *bad bank* europea o una rete di *bad bank* nazionali che operino proprio al fine di rilevare dai bilanci bancari le esposizioni deteriorate registrate dal 2021 in poi (cioè, nel periodo post crisi pandemica da Covid-19)³⁹. L'ipotesi della *bad bank*, che

gestore del fondo c.d. *Back2bonis*, nonché di *partner real estate*, è affidato a Prelios. Il fondo gestisce, ad oggi, Euro 2,2 miliardi di attivi (GBV). Si veda, al riguardo, il comunicato stampa "Progetto Cuvèe: il Fondo Banck2Bonis, primo fondo in Italia per la gestione di crediti immobiliari UTP multi-originator, cresce ancora grazie a un apporto di ulteriori Euro 59 milioni da parte di AMCO, Banco Desio e un altro primario istituto bancario italiano", divulgato da AMCO in data 16 settembre 2021.

³⁷ Si veda, in particolare, CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, I, 13 ss, in part., p. 41: «Orbene, in relazione al copioso ammontare di tali crediti [non performing] che di certo si determinerà nel post Covid-19, è probabile che il sistema di recupero venga in via prioritaria affidato ad entità riconducibili al pubblico, come in Italia lascia presumere il crescente ricorso alla nominata AMCO, laddove in Europa una realtà siffatta potrebbe concretizzarsi nella costituzione di una *bad bank* da più parti caldeggiata [...]».

³⁸ Il regime di garanzia è stato introdotto dal Decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. *Decreto Liquidità*), convertito, con modificazioni, nella Legge 5 giugno 2020, n. 40, recante misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimento fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali. Dall'entrata in vigore del provvedimento, sono stati erogati 750 miliardi alle imprese italiane, 228 miliardi dei quali sono garantiti dal Fondo Centrale di Garanzia e rientrano nel perimetro di azione del programma promosso da AMCO. Questo progetto prevede un particolare meccanismo di gestione dei crediti che sono stati inseriti dalle banche erogatrici nella piattaforma, articolato in varie fasi: in primo luogo, verranno costituiti dei patrimoni separati, le cui note saranno sottoscritte in parte dalle banche ed in parte da investitori istituzionali privati. I patrimoni separati trasferiranno il credito ad un soggetto giuridico, che è un comparto separato di AMCO, il quale provvederà a cartolarizzare tali crediti emettendo titoli obbligazionari *senior*, che saranno sottoscritti in parte dalle banche partecipanti oltre a titoli *mezzanine* e *junior*, collocabili presso investitori terzi. In tale contesto, ad AMCO è riconosciuta la facoltà di erogare finanziamenti ai debitori, in presenza di piani di risanamento, senza che questi possano essere soggetti a successive azioni revocatorie (cfr. Decreto "Aiuti *Quater*" approvato dal Consiglio dei Ministri del 10 novembre 2022 e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 270 del 18 novembre 2022).

³⁹ Il riferimento è all'intervento di Andrea Enria, presidente del Consiglio di Sorveglianza presso la BCE e già Presidente dell'ABE, pubblicato sul *Financial Times* con il titolo "ECB, the EU needs a regional 'bad bank'", 26 ottobre 2020. In particolare, Enria, in veste di Presidente dell'EBA, fin dal

verrebbe configurata secondo una struttura simile a quella dell'*Asset Management Company* (AMC), sebbene salutata positivamente dalla dottrina - in ragione, ad esempio, dell'auspicata maggiore liquidità che si apporterebbe al mercato dei crediti non performing in virtù dell'intervento di un operatore di natura pubblica⁴⁰, ovvero della considerazione per cui tale organismo, inserito in una logica di sistema, andrebbe a configurarsi quale «*ponte per i divari intertemporali connessi alla non efficienza dei mercati per il distressed debt nelle condizioni Covid*»⁴¹ - presenta profili di criticità che inducono a valutare con estrema cautela l'introduzione di un siffatto strumento nel sistema finanziario europeo e nazionale⁴².

2017 aveva proposto la creazione di una *Asset Management Company* a livello paneuropeo, cfr. *EBA, AMCs and the cleansing of the EU banks' balance sheets*", Londra, 4 luglio 2017.

⁴⁰ Cfr. MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, cit., p. 207.

⁴¹ MASERA, *Per una bad bank europea*, Keynote speech al Congresso nazionale di giurimetria, banca e finanza, NPL&UTP, Alma Iura, Verona, 13 ottobre 2020.

⁴² Desta perplessità, in primo luogo, in ottica di salvaguardia di un regime concorrenziale (sul punto, si veda, in particolare, MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, cit., pp. 209-210, dove si analizzano le condizioni necessarie affinché l'introduzione della *bad bank* possa ritenersi compatibile con il divieto di aiuti di Stato, vigente a livello comunitario, rilevando, inoltre, che la costituzione di una *bad bank* sarà effettivamente possibile solo subordinatamente ad una modifica della BRRD circa le ipotesi in cui una banca potrà giovare di misure di sostegno pubblico nel trattamento delle attività deteriorate), l'introduzione di un soggetto pubblico, non legato a logiche di profitto, che, in un contesto di mercato, si trovi a concorrere con soggetti privati i quali, come tali, non potrebbero rinunciare a livelli minimi di redditività. Inoltre, in tale contesto, il soggetto pubblico si troverebbe in una posizione di evidente vantaggio rispetto ai soggetti privati qualora i crediti siano ceduti sul mercato da parte di soggetti riconducibili al settore pubblico (ad esempio, Banca MPS), trovandosi il primo a detenere informazioni privilegiate che meglio orienterebbero (o, piuttosto, faciliterebbero) l'adozione di strategie operative sul mercato medesimo (Cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., p. 46.).

Sotto un altro profilo, ove si adottasse un modello di *bad bank* paneuropea, questa sarebbe direttamente riferibile alla Banca Centrale Europea, che opererebbe in un regime di collaborazione con la Commissione europea e avvalendosi delle competenze delle Banche centrali nazionali per facilitare lo sviluppo "delle piattaforme di transazione dei *bad loans*" ed assicurare "il *trade off* più appropriato, i tempi di alienazione sul mercato e il recupero degli *asset* sottostanti" (MASERA, *Per una bad bank europea*, Atti di convegno, Keynote Speech al Congresso Nazionale di Giurimetria, Banca e Finanza, NPL&UTP, Verona, Alma Iura, 13 ottobre 2020, par. 3 e 4). Tale circostanza desta qualche timore, qualora la BCE finisse per avvalersi di questo organismo alla stregua di uno strumento di vigilanza: sorgono problematiche qualora la BCE adotti un parametro unitario applicabile all'interna eurozona per individuare gli NPL da apportare alla *bad bank* (i.e. la misura massima di NPL che possono permanere nel bilancio dell'ente creditizio). Un tale meccanismo di rilevazione, adottato a livello europeo, - oltre ad incrementare ulteriormente la pressione sulle banche circa l'eliminazione dei crediti *non performing* dal proprio bilancio, aggiungendo un ulteriore limite di *NPE ratio* - finirebbe per introdurre una «*forma di omogeneizzazione*» tra i crediti deteriorati di tutti gli Stati membri, «*ipotizzando una inesistente uniformità delle variegate relazioni negoziali cui essi sono riconducibili e [...] la possibilità di un loro trattamento uniforme, [...]*

4. Agli istituti della cartolarizzazione⁴³ e del fondo comune di investimento (in particolare, dei fondi ad apporto di crediti)⁴⁴, il mercato ha fatto spesso ricorso nell'ambito di operazioni strutturate al fine di gestire il complesso "nodo" dei crediti deteriorati. In particolare, tali schemi operativi, impiegati in modo integrato, hanno risposto al medesimo scopo di cancellazione definitiva degli NPE dai bilanci bancari (c.d. *derecognition*) e di liberazione del capitale ai fini delle regole di vigilanza, consentendo agli enti bancari italiani il raggiungimento negli anni di obiettivi rilevanti in ottica di smaltimento di posizioni *non performing*. Anche nel contesto attuale, in cui l'attenzione deve essere piuttosto rivolta a posizioni *underperforming*, i medesimi strumenti si rivelano adeguati alla costruzione di operazioni che hanno come obiettivo la ristrutturazione⁴⁵ del debitore. In tal senso, ciò che ha consentito, tra i vari motivi, un "re-impiego" di tali operazioni per i crediti *under performing* è dovuto al fatto che queste permettono l'interposizione, nel

facendo di "tutt'erba un fascio", con ovvia violazione dei principi di proporzionalità e [...] di level playing field» (CAPRIGLIONE, Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi, cit., pp. 48-49). In ultima istanza, rileva particolarmente la considerazione per cui l'introduzione di un organismo pubblico, quale la bad bank, che opera sul mercato degli NPL con ampie funzioni di gestione e svincolato da logiche di profitto, nell'attuale periodo «caratterizzato da una ipertrofia dell'intervento statale in economia», espone pericolosamente il sistema al rischio di socializzazione delle perdite, con le nocive conseguenze che ne derivano a danno di contribuenti e del debito pubblico. È, dunque, da caldeggiare, nell'interesse della collettività, piuttosto che un'ulteriore forma di intervento pubblico nel settore del credito, lo sviluppo sostenibile ma efficiente del mercato degli NPL: in presenza, infatti, di una pluralità di soggetti cedenti i crediti sul mercato e di soggetti interessati ad investire in tali asset, si determinerebbe «una situazione di contendibilità dei cui esiti benefic[erebbero] le banche», con ripercussioni positive sul settore del credito e, in definitiva, sul complessivo sistema economico. (CAPRIGLIONE, Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi, cit., p. 46.)

⁴³ Cfr. Legge 30 aprile 1999, n. 130, "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti", a livello nazionale, e il Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, come modificato, da ultimo, dal Reg. (UE) 2021/557.

⁴⁴ A livello di ordinamento nazionale, la disciplina della gestione collettiva del risparmio è contenuta, agli articoli 36 e ss del Testo Unico della Finanza (T.U.F.). A livello di normativa secondaria, rilevano il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" adottato dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 19 gennaio 2015 e il D.M. del 5 marzo 2015, n. 30.

⁴⁵ In particolare, sul concetto di "ristrutturazione", si veda FOLLIERI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ed efficacia giuridica*, in *Contratti*, 2015, 1164; MAFFEI ALBERTI, *Alcune osservazioni sulla crisi dell'impresa e sulla continuazione dell'attività*, in *Nuove leggi civ.*, 2014; AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi*, Bologna, 2012.

rapporto tra banca e debitore in crisi, di “veicoli” in grado di svolgere professionalmente, per conto e/o in luogo delle banche, quel ruolo di *partner* a fianco del debitore in crisi che «*le stesse banche non vogliono, non dovrebbero e spesso non sono in grado di svolgere*»⁴⁶. Allo stesso tempo, episodici interventi di riforma dei regimi normativi dedicati agli istituti sopra indicati hanno ampliato le prerogative ascrivibili ai soggetti privati coinvolti – comportando, talvolta, una rivisitazione dei principi che ispirano l’ordinamento creditizio domestico (fra tutti, il rigido principio di riserva dell’attività bancaria) –, al fine di dotare gli stessi soggetti degli strumenti necessari ad accompagnare il debitore in, più o meno complessi, processi di ristrutturazione.

4.1 La disciplina della gestione collettiva del risparmio e i suoi schemi procedurali si prestano all’elaborazione di forme contrattuali volte a regolare la gestione dei crediti deteriorati presenti nei bilanci bancari, mediante cessione di essi sul mercato. In tale operazione economica, gli intermediari cedono i loro crediti *non performing* ad organismi specializzati (i fondi di credito) ad un prezzo individuato sulla base di una valutazione degli *assets*, che tiene conto delle caratteristiche proprie del portafoglio di crediti ceduto e che è compiuta da un professionista esperto, terzo ed indipendente. A fronte dei crediti apportati – che andranno a costituire il patrimonio iniziale del fondo - le banche *originator* ricevono quote di partecipazione al fondo medesimo, che conferiscono, come tali, il diritto a partecipare ai proventi derivanti dalla gestione degli stessi crediti o *assets*. L’attività di gestione, invece, viene affidata ad operatori professionali ed esperti (*servicer*) che, nel rispetto gli indirizzi operativi fissati dalla società di gestione del risparmio (o *sgr*) (a cui spetta l’attuazione delle politiche di investimento del fondo, cristallizzate nel relativo regolamento), realizzano scelte strategiche volte al recupero dei crediti oggetto di cessione, nonché al reinvestimento delle somme incassate, talora

⁴⁶ CARRIERE, *I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Rivista delle società*, 2016, IV, p. 718 ss., in particolare, p. 720.

mediante acquisto di nuovi crediti *non performing*⁴⁷. L'impiego di uno schema procedimentale con tali caratteristiche si rivela particolarmente appetibile per le banche: queste, infatti, migliorano i propri indici di bilancio attraverso la cancellazione degli attivi problematici in quanto *non performing* (c.d. *derecognition*)⁴⁸ ed allo stesso tempo cedono tali crediti a condizioni per loro vantaggiose, perché non si trovano costrette a farsi carico dell'onere di soddisfare le aspettative di guadagno degli investitori (che, diversamente, potranno essere soddisfatte dal rendimento proveniente dall'attività del fondo)⁴⁹. Inoltre, gli stessi enti cedenti, pur "spogliandosi" del "fardello" dei crediti problematici, non rinunciano, in quanto titolari di quote di partecipazione al fondo, al «rendimento proveniente dalla performance di un'attività volta ad ottimizzare il valore degli apporti»⁵⁰

In particolare, con riferimento alle inadempienze probabili, quali posizioni debitorie suscettibili di tornare *in bonis*, il mercato ha dato vita a quella che da alcuni è stata interpretata come una nuova tipologia di fondi di credito, socialmente tipica, individuata attraverso la terminologia di «fondi di ristrutturazione»⁵¹. L'espressione coniata coglie nel segno poiché pone l'attenzione su una fase specifica dell'operazione economica realizzata, consistente nel tentativo di ristrutturare le posizioni creditizie che costituiscono il patrimonio del fondo. Ciò con

⁴⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 36, secondo cui tale meccanismo consente di realizzare una rotatività tra gli incassi e i reinvestimenti, che conferisce al fondo "una sorta di carattere *revolving*", che assurge a fattore primario nella formazione delle "plusvalenze".

⁴⁸ Sul punto, si veda, in particolare, CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati* cit., p. 38.

⁴⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., pp. 37-38; LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, cit., p. 180.

⁵⁰ CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 36. Cfr. anche LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, cit., p. 181: «Questi ultimi [i partecipanti al fondo, ergo le banche cedenti], a fronte del credito oggetto di cessione, realizzano un investimento rappresentato da strumenti finanziari e ponderato sulla base del valore che il soggetto saprà estrarre dagli stressi o dagli altri beni o crediti che daranno contenuto al patrimonio del fondo».

⁵¹ Per questa terminologia, si veda CARRIÈRE, *I "fondi comuni di ristrutturazione" tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, cit.

vantaggi sia per gli investitori, che vedono aumentare i livelli di remuneratività del loro investimento (il ritorno *in bonis* del debitore, infatti, determina un aumento dei flussi di cassa derivanti dai crediti in patrimonio), che per i debitori medesimi.

Tanto per i fondi UTP, quanto per i fondi NPL, in quanto “*fondi che investono in crediti*”, è fatto obbligo di adottare la forma chiusa⁵². Tale peculiarità regolamentare è probabilmente da ricondurre alla tradizionale considerazione dei crediti quali beni illiquidi⁵³; nondimeno, è lo stesso Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze n. 30/2015 a consentire una mitigazione di tale rigido obbligo, potendo il regolamento o lo statuto del FIA, sempre necessariamente istituito in forma chiusa, prevedere la distribuzione anticipata dei proventi e/o la possibilità di rimborso anticipato delle quote o delle azioni su iniziativa del gestore, a tutti i partecipanti, in misura proporzionale alle quote o alle azioni di ciascuno.

Quanto alla commercializzazione dei fondi di credito, il nostro ordinamento, discostandosi dalle soluzioni adottate in altri Paesi membri⁵⁴, non limita la sottoscrizione di quote di partecipazione a FIA di credito esclusivamente ad investitori professionali, ma permette che queste vengano collocate anche presso

⁵² Articolo 4 del Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30 intitolato “*Regolamento attuativo dell’articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani*”, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 65 del 19 marzo 2015.

⁵³ Cfr. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, p. 253 ss. Ciononostante, essendo possibile, dopo il recepimento della Direttiva UE 2011/61, istituire FIA aperti nei quali i partecipanti hanno diritto di chiedere il rimborso delle quote, ma “*secondo le modalità e la frequenza previste dal regolamento [...] del fondo*”, anche la tipologia del FIA aperto potrebbe essere astrattamente possibile per gli investimenti in crediti, qualora la natura di detti crediti e la loro liquidità sul mercato lo permettano. L’adozione di un paradigma così rigido da parte del legislatore italiano, diversamente da ordinamenti europei che prevedono l’adozione della forma aperta anche per i fondi di crediti, sarebbe piuttosto da imputare ad una precisa scelta di politica legislativa, volta probabilmente ad evitare che il canale di finanziamento alle imprese, rappresentato dai FIA di credito, venga condizionato dai mutamenti nella fiducia degli investitori, i quali, in caso di fasi negative del ciclo economico (che alimentano spesso la sfiducia degli investitori nella redditività dei loro impieghi), potrebbero essere portati a dismettere l’investimento, così arrestando il flusso di liquidità destinato alle imprese debitorie e aggravando il fenomeno del *credit crunch*. Cfr. GUFFANTI – SANNA, *I fondi di credito*, in *Le Società*, 2016, 7, p. 863

⁵⁴ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, Ref. ESMA 2016/596, 6.

investitori *retail*. Tuttavia, il Regolamento della Banca d'Italia sulla Gestione Collettiva del Risparmio (prov. 19 gennaio 2015) compie una distinzione tra FIA *non riservati* e FIA *riservati* in punto di disciplina applicabile⁵⁵.

Permane, però, anche per i FIA di crediti *riservati*, il divieto di investire in crediti che abbiano una durata maggiore alla durata del fondo stesso. Questa prescrizione – peraltro inserita, con una tecnica di *drafting* almeno discutibile, in una nota in calce al Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio⁵⁶ - troverebbe giustificazione nell'esigenza di contenere il rischio sistemico derivante da una eccessiva trasformazione delle scadenze⁵⁷. Nondimeno, costituisce un ostacolo non di poco momento qualora il FIA sia investito in crediti nascenti da rapporti bancari e classificati come UTP: è di immediata evidenza, infatti, che molto spesso i crediti a medio/lungo termine oggetto di ristrutturazione presentano piani di rientro ben più lunghi rispetto alla normale durata di un fondo.

Ad opera del Decreto-legge n. 18/2016 e del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, - come modificato in attuazione dello stesso decreto-legge⁵⁸, nel nostro ordinamento è stata definitivamente riconosciuta e disciplinata per i FIA di credito la facoltà di concessione diretta di finanziamenti (c.d. *loan origination* o *direct lending*). Secondo la disciplina vigente, l'erogazione diretta di crediti da parte di FIA è subordinata al rispetto di una serie di prescrizioni. Oltre

⁵⁵ Nel dettaglio, il Regolamento GCR prevede per i FIA *non riservati* un regime più restrittivo, stabilendo, *inter alia*, che *i*) l'erogazione di finanziamenti allo stesso prenditore non può eccedere il limite massimo del 10% del totale delle attività del FIA; *ii*) il patrimonio del FIA non può essere investito in crediti di una durata superiore a quella del FIA stesso; *iii*) i finanziamenti di cui il FIA sia prenditore possono essere erogati solo da banche, da intermediari finanziari *ex art.* 106 T.U.B. o da altri soggetti autorizzati all'attività di esercizio del credito, e non possono eccedere la soglia massima del 30% del valore complessivo netto del fondo; *iv*) il FIA non può utilizzare derivati finanziari per finalità diverse da quelle di copertura.

Quanto ai FIA di credito *riservati*, questi soggiacciono ad una disciplina più mite, essendo previsto, rispetto a quanto stabilito in materia di FIA non riservati, un innalzamento della leva finanziaria fino alla misura dell'1,5 del valore netto del patrimonio del fondo e la possibilità di utilizzare strumenti derivati anche per finalità diverse da quelle di copertura.

⁵⁶ Cfr. Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, V.3.29, nota n. 55

⁵⁷ Cfr. GAFFANTI – SANNA, *I fondi di credito*, cit., p. 865.

⁵⁸ La modifica al Regolamento GCR è stata apporata dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 23 dicembre 2016.

all'obbligo di partecipazione alla Centrale Rischi della Banca d'Italia, è fatto divieto ai FIA di erogare crediti nei confronti dei consumatori (*ex art. 47 bis T.U.F.*); in aggiunta, i FIA di credito sono soggetti ad alcune disposizioni di cui al Titolo VI del T.U.B. in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali, fatta eccezione per quelle riguardati il credito ai consumatori (in linea con la preclusione di cui all'art. 47 *bis* citato), i servizi di pagamento e l'obbligo di aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie. Al rispetto di tali prescrizioni è tenuto il gestore del FIA (*i.e.* la società di gestione del risparmio)⁵⁹. Il D.l. n. 18/2016, tuttavia, nell'introdurre uno specifico regime applicabile agli "OICR di credito", non fornisce una definizione compiuta di tale nozione. Un simile circostanza ha l'effetto di rendere estremamente incerti i confini applicativi della disciplina di cui agli artt. 47 *bis* e ss del Testo Unico Finanziario (come integrati dalla normativa secondaria) e, a seconda della soluzione interpretativa accolta, di limitare drasticamente l'utilizzo dello schema procedimentale della gestione collettiva del risparmio nel mercato dei

⁵⁹ In particolare, consta rilevare la diversa tecnica legislativa che il Legislatore ha impiegato nel disciplinare l'attività di erogazione di finanziamento, quando realizzata da un FIA di credito, rispetto alle ipotesi in cui la medesima prerogativa è stata riconosciuta in capo alle società veicolo di cartolarizzazione ed alle imprese di assicurazione. Sebbene in tutti e tre i casi si è derogato all'art. 10 TUB – che qualifica l'attività di erogazione del credito come riservata ai soggetti bancari – diversa è stata la soluzione adottata dal Legislatore per ovviare alle criticità operative riscontrabili, ad esempio, nella fase di selezione dei prenditori (ad alle conseguenti ripercussioni in punto di stabilità del sistema), dovute all'assenza, in soggetti tipicamente estranei all'attività di finanziamento (quali SPV, assicurazioni e OICR), di risorse e competenze nell'attività di selezione dei prenditori e valutazione del relativo merito creditizio. Nel caso della società veicolo di cartolarizzazione e delle imprese assicurative, si è rimediato a tale assenza prescrivendo il necessario coinvolgimento nelle attività di finanziamento di banche o intermediari specializzati nella concessione del credito (intermediari finanziari *ex art. 106 T.U.B.*), i quali, oltre alla selezione dei prenditori, sono tenuti a mantenere un interesse economico rilevante nell'operazione di finanziamento medesima. Diversamente, per l'ipotesi degli OICR di credito, il Legislatore ritenuto preferibile dettare delle regole, di condotta e di struttura - a presidio delle esigenze di tutela del prenditore e della stabilità del sistema – rivolte direttamente al soggetto erogante il finanziamento (*i.e.* il soggetto gestore del fondo, SGR). La SGR, infatti, è tenuta ad osservare le regole di condotta previste dagli artt. 47 *bis* e 47 *ter*, cioè, in particolare, il divieto di erogazione del finanziamento a soggetti consumatori e le norme di trasparenza di cui al rinvio al T.U.B. (*ex art. 47 quater*, comma 2, T.U.F.). In aggiunta, il Regolamento GCR⁵⁹ stabilisce che il gestore del FIA debba inoltre dotarsi di un «*sistema di gestione del rischio*» a cui il FIA si espone nell'esercizio dell'attività di finanziamento. Il sistema interno di gestione dovrà articolarsi in varie fasi, dedicate alla misurazione e diversificazione del rischio, all'istruttoria, all'erogazione, al controllo andamentale, alla classificazione delle posizioni di rischio e relativi criteri, alla deliberazione di interventi da adottare in caso di anomalia e alla valutazione e gestione delle posizioni deteriorate.

crediti *non performing*, ove questi siano vantati nei confronti di debitori consumatori.⁶⁰

⁶⁰ Per inquadrare meglio la questione, si ricorderà che, nell'enumerazione delle *asset class* in cui il patrimonio di un OICR può essere investito, il Legislatore sembrerebbe aver adottato un approccio dualistico in materia di crediti, distinguendosi espressamente, nella lettera della legge, l'ipotesi in cui i crediti siano oggetto dell'investimento (c.d. *loan participation*), dal caso in cui il credito (*rectius*: il finanziamento) consista più precisamente in una modalità di impiego di detto patrimonio (c.d. *loan origination*) (cfr. art. 1, comma 1, lett. k), T.U.F.). Partendo da tale assunto, i commentatori della novella del 2016 sono giunti ad una interpretazione secondo la quale il nuovo disposto normativo, confluito nel T.U.F. e rubricato "OICR di credito" fosse invero applicabile esclusivamente all'ipotesi in cui il patrimonio del fondo venisse impiegato in operazioni di finanziamento; in altri termini, che trovasse applicazione solo ai *loans origination funds*, cioè al caso in cui il patrimonio fosse impiegato per l'erogazione diretta di finanziamenti a soggetti terzi. D'altro canto, ulteriori argomenti muovevano a sostegno della tesi descritta. In primo luogo, sia l'art. 47 *bis* che l'art. 47 *ter* citano espressamente l'ipotesi di investimento "*in crediti a valere sul patrimonio*" del fondo, riprendendo la terminologia utilizzata nella stessa definizione di "OICR" (*ex* art. 1, comma 1, lett. k) del T.U.F.), che, come visto, scinde l'ipotesi dell'investimento in credito da quella di erogazione diretta di crediti. Appare, dunque, ragionevole dedurre che le norme di cui agli artt. 47 *bis* e seguenti, in continuità con la definizione di OICR, intendano riferirsi solamente all'ipotesi dei fondi di *direct lending*. Anche a voler attribuire un qualche significato all'assenza nel corpo delle norme in commento dell'aggettivo «*erogati*», riferito ai crediti, non può trascurarsi che gli stessi artt. 47-*bis* e 47-*ter* sono per l'appunto intitolati, rispettivamente, all'«*erogazione diretta di crediti da parte di FIA italiani*» e all'«*erogazione diretta di crediti da parte di FIA EU*». (Cfr., in particolare, GUFFANTI – SANNA, *La nuova disciplina dei fondi di crediti*, in *Le Società*, 2017, 8-9, 1009.) Ad un esito interpretativo identico si perviene in considerazione dell'evoluzione normativa della disciplina dei fondi che investono in crediti. Come già ricordato, infatti, il D.l. 91/2014 ha modificato la nozione di OICR di cui all'art. 1, comma 1, T.U.F. precisando che tra i "crediti" in cui il patrimonio del fondo può essere investito, rientrano anche quelli «*erogati a valere sul patrimonio del fondo*». È, come già detto, in virtù di detto intervento che, ai fini della disciplina della gestione collettiva del risparmio, vengono individuate due tipologie di "crediti": la prima tradizionalmente inclusa tra le *asset class* in cui il patrimonio del fondo può essere investito, attraverso il compimento di una attività che consiste nell'acquisto di crediti già erogati sul mercato secondario; l'altra, più recente, consistente nei crediti che il fondo di investimento vanta a fronte di finanziamenti direttamente concessi, impiegando il patrimonio di comparto. Pertanto, si ritiene che l'intervento legislativo del 2016 in linea con il precedente, abbia inteso integrare la disciplina dei FIA di credito emanando una disciplina più specifica rivolta proprio alla "tipologia" di crediti di più recente introduzione, ovverosia i crediti erogati "*a valere sul patrimonio del fondo*". Un'interpretazione più restrittiva dell'ambito applicativo della disciplina degli "OICR di credito" – circoscritta, dunque, ai soli fondi di *direct lending* - sarebbe in ultimo suggerita anche dalla *ratio* che parrebbe essere sottesa alle disposizioni in commento. È di immediata evidenza, infatti, che l'attività di erogazione di finanziamenti è per definizione più rischiosa dell'attività di acquisto di crediti sul mercato secondario: i maggiori controlli su di essa, introdotti ad opera delle norme in commento sarebbero giustificati, pertanto, sia da esigenze di tutela dei prenditori (e ciò vale, *a fortiori*, per i consumatori, che, per l'appunto, non possono essere destinatari i finanziamenti in regime di *direct lending*), sia dalla necessità di evitare di innescare rischi di arbitraggio rispetto al credito bancario. (Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 40)

A disattendere le aspettative della dottrina – peraltro avvallate in sede di audizione parlamentare da esponenti Consob (Cfr. Audizione di Togna del 25 febbraio 2016 presso la Camera dei Deputati, 3.) - è intervenuta la Banca d'Italia in occasione della pubblicazione delle modifiche al Regolamento GCR. Nel resoconto delle consultazioni, l'Autorità nazionale, interrogata sul punto, ha dichiarato

4.2. Com'è noto, alla tecnica della cartolarizzazione⁶¹, in quanto «*importante canale di ripartizione più ampia del rischio all'interno del sistema finanziario*»⁶², hanno sovente fatto ricorso gli enti creditizi al fine di dismettere le posizioni deteriorate presenti nel loro bilancio⁶³. L'impiego di questa tecnica per la dismissione di attivi problematici classificati come “sofferenze” è stato peraltro

che l'interpretazione dell'art. 47-*bis* e 47-*ter* da prediligere è nel senso di «*far coincidere l'ambito di applicazione oggettivo [dalla] norma con l'attività di concessione di finanziamenti di cui all'art. 106 T.U.B.*». Pertanto, posto che il T.U.B. riconduce nell'ambito della riserva di attività di “*concessione di finanziamenti sotto qualunque forma*” ai sensi dell'art. 106 T.U.B. anche l'acquisto di crediti a titolo oneroso, ne deriva che le norme in tema di “OICR di credito” si applicano, indistintamente, sia ai *loan origination fund* che ai *loan participation fund*.

⁶¹ L'espressione “cartolarizzazione” designa un'operazione di «*ingegneria giuridica*» (SANTINI, *Il commercio*, Bologna, 1979, p. 14) attraverso la quale si realizza l'idea di sfruttare le attività rappresentate da crediti convertendole in valori mobiliari da collocare e diffondere sul mercato così da raccogliere nuove risorse finanziarie. Utilizzata per la prima volta negli Stati Uniti nel corso degli anni Settanta per permettere lo smobilizzo dei crediti derivanti da mutui fondiari, la tecnica della *securitisation* (o *securitization*) si è in seguito diffusa anche per altre tipologie di crediti ed è stata importata nel nostro continente a partire dal decennio successivo, secondo modelli non del tutto equivalenti agli omologhi statunitensi. (cfr. GRANIERI – RENDA, *Introduzione. La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in PARDOLESI (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, Milano, 1999), prima in via di prassi, poi, con la legge 30 aprile 1999, n. 130 recante “*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*”. L'introduzione in Italia dello strumento della cartolarizzazione ha presentato indubbi profili di vantaggio. L'utilizzo dell'istituto in esame consentiva, infatti, alle imprese di ottenere liquidità, attualizzando i futuri *cash flow* derivanti dai propri crediti, facendo ricorso ad una fonte di provvista alternativa al circuito creditizio e bancario e, di solito, meno costosa. Con riferimento specifico all'ipotesi in cui l'*originator* dei crediti fosse un soggetto bancario o finanziario, si rilevava come il ricorso allo strumento della cartolarizzazione avrebbe consentito l'adeguamento delle attività alle scadenze delle fonti di finanziamento, favorito una più efficiente gestione dei rischi tipici dell'attività finanziaria e, da ultimo, garantito una più generosa applicazione dei coefficienti di solvibilità patrimoniale (cfr. TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003, 29).

Malgrado quanto detto, la crisi del 2007-2008 ha mostrato il lato oscuro e nascosto delle operazioni di cartolarizzazione, che hanno finito per rappresentare «*l'emblema della “perversione” della finanza*» (PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità*, cit., p. 3.). Il rischio si annida nello schema stesso delle operazioni di cartolarizzazione, le quali, quando strutturate in modo complesso e poco chiaro, rendono difficile – se non impossibile – comprendere il meccanismo di generazione dei flussi attesi o eventuali circostanze che potrebbero determinare la sua interruzione nel corso del tempo. Ciononostante, all'indomani della crisi, pur impegnate nella ricerca di rimedi alla palese inefficienza dei controlli sul settore del credito, le Autorità di settore, sia nazionali che internazionali, concordavano nel ritenere la cartolarizzazione dei crediti, quando strutturate in modo trasparente, chiaro e robusto, un istituto cardine per la ripresa del sistema economico.

⁶² PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi e opportunità*, intervento al Convegno AIAF, Milano, 9 novembre 2019, 4.

⁶³ Cfr. FISCHETTO - GUIDA - RENDINA - SANTINI, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2021*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, dicembre 2022, n. 32.

incentivato dall'adozione del Regolamento UE n. 2017/2402⁶⁴, nonché dalla previsione di garanzie, a copertura del rischio di perdite, rilasciate direttamente dallo Stato (le GACS)⁶⁵.

Di recente, lo schema della cartolarizzazione è stato impiegato anche per la gestione delle inadempienze probabili. In particolare, la legge 21 giugno 2017, n. 96 ha modificato la legge 30 aprile 1999 n. 130 introducendo l'articolo 7.1, rubricato alla "*Cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari*". Tale norma ha l'intento di ampliare le facoltà operative della società veicolo di cartolarizzazione, consentendo a quest'ultima di intervenire per il recupero di posizioni debitorie in una situazione di crisi temporanea⁶⁶.

In particolare, l'art. 7.1. prevede che le società veicolo di cartolarizzazione possano contribuire alla liquidità e/o alla ristrutturazione della situazione finanziaria del debitore attraverso due nuove prerogative ad esse attribuite: la concessione di finanziamenti e la facoltà di sottoscrivere capitale o altri strumenti finanziari partecipativi che derivano dalla conversione dei finanziamenti, secondo quanto concordato con i debitori in appositi piani di riequilibrio economico-finanziari⁶⁷.

Coerentemente alle intenzioni del legislatore, per tale via trova spazio

⁶⁴ Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, come modificato, da ultimo, dal Regolamento (UE) n. 2021/557.

⁶⁵ Cfr. GUERRIERI, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2017, 4, p. 472

⁶⁶ Si segnala, inoltre che, il legislatore ha ulteriormente modificato la legge 130 del 1999, con il c.d. "*Decreto Crescita*" (in virtù dell'art. 23 del D.l. 30 aprile 2019, n. 34, conv. con l. n. 28 giugno 2019, n. 58). Con tale intervento si è tentato di facilitare il trasferimento a società veicolo di cartolarizzazione di *unlikely to pay* derivanti da apertura di credito, prevedendo che, anche in caso di cessione, sia consentita la possibilità di tenere fermi gli obblighi di erogazione in favore del debitore ceduto, mediante trasferimento di questi ad altra banca o intermediario finanziario.

⁶⁷ Con il medesimo intervento, si segnala che il legislatore ha arricchito lo schema classico della cartolarizzazione con strumenti idonei ad assicurare una gestione più efficiente dei beni "sottostanti" i crediti ceduti: è espressamente regolata, infatti, la possibilità di costituire una o più società veicolo d'appoggio, nella forma di società di capitali, aventi come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione immobili (o beni mobili registrati), concessi o costituiti a garanzia dei crediti cartolarizzati (c.d. *Real Estate Owned Company, ReoCo*), ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria (c.d. *LeaseCo*).

nell'ordinamento una nuova "tipologia" di cartolarizzazione, la quale, pur applicandosi all'ampia categoria dei crediti deteriorati⁶⁸, si rivela particolarmente efficace, dotando le *special purpose vehicles*⁶⁹ degli strumenti necessari ad accompagnare il debitore in operazioni di ristrutturazione e *turn around* aziendale, nella gestione di posizioni debitorie per le quali appare verosimile un ritorno *in bonis*.

⁶⁸ L'art. 7.1 si applica alle cessioni di crediti, qualificati come deteriorati, ceduti dalle banche e intermediari finanziari di cui all'art. 106 T.U.B. La definizione del perimetro applicativo della norma desta, invero, alcune perplessità. Non è chiaro, infatti, se la norma trovi applicazione solo nell'ambito di cessioni di crediti deteriorati che siano qualificati come tali in un momento antecedente alla cessione, ovvero in un momento successivo. Per altro verso, non parrebbero sussistere ostacoli ad una applicazione dell'articolo 7.1, non solo ai soli casi di cessioni di crediti deteriorati realizzate da banche o intermediari finanziari, potendo configurarsi nella pratica l'ipotesi in cui tali crediti siano ceduti, a loro volta, da società veicolo di cartolarizzazione ovvero da fondi comuni di investimento. In ultimo, non pare compatibile con la normativa europea la scelta di aver limitato l'applicazione alle sole cessioni di credito realizzate da soggetti (banche e intermediari *ex art. 106 T.U.B.*) «*aventi sede legale in Italia*».

Per completezza, si rileva inoltre che le norme in commento sono applicabili anche alle cessioni di crediti effettuate nell'ambito di operazioni aventi una valenza sociale che prevedano la concessione in locazione al debitore, da parte della società veicolo di appoggio, dell'immobile costituito in garanzia del credito ceduto. Si tratta delle c.d. cartolarizzazioni sociali. In argomento, si veda MALVAGNA – SCIARRONE ALIBRANDI, *L'onda lunga della pandemia e l'esigenza di una gestione "sociale" delle sofferenze bancarie*, in MALVAGNA – SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, p. 211 ss.

⁶⁹ Nel modello originario introdotto dalla Legge n. 130 del 1999, la SPV (*special purpose vehicle*) veniva concepita come mero veicolo finanziario finalizzato a realizzare l'isolamento di un portafoglio di crediti destinato esclusivamente al rimborso dei titoli e al pagamento degli interessi connessi. In tal senso, risultava evocativo il riferimento alla terminologia anglosassone di "vehicle" per circoscrivere il ruolo della società di cartolarizzazione alla stregua mero "veicolo", a cui, conseguentemente, veniva preclusa ogni altra attività imprenditoriale diversa dallo svolgimento di operazioni di cartolarizzazione (cfr. art. 1, legge n.130/1999 ai sensi del quale, la società veicolo di cartolarizzazione ha per oggetto esclusivo la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione). Solo in via eccezionale, infatti, la società veicolo poteva "reinvestire in altre attività finanziarie" le eccedenze risultanti dalla "gestione dei crediti ceduti", ovvero compiere le "operazioni finanziarie accessorie" necessarie a garantire il buon esito dell'operazione (cfr. art. 2, comma 3, lett. e ed f, l. 130/1999.); in tal caso, il prospetto informativo doveva indicare le condizioni alle quali sarebbe stata consentita la cessione anticipata dei crediti acquistati (cfr. art. 2, comma 3, lett. d), l. 130/1999.).

Senonché, le varie novelle alla Legge n.130/1999, ampliando notevolmente l'ambito di operatività della società veicolo di cartolarizzazione, hanno suscitato perplessità in dottrina in merito alla loro compatibilità con il modello costruito dal legislatore del 1999. Si veda, in particolare, CARRIERE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione*, in *Rivista di Diritto Bancario*, ottobre-dicembre 2017, 141 ss., ID *Le frontiere della "cartolarizzazione" si spingono ancora oltre. Un primo commento all'ultimo intervento di modifica della Legge n. 130 del 1999*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2019. ID, *L'articolazione del regime di responsabilità patrimoniale della "società per la cartolarizzazione"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2022, 2; RESTELLI, *Le frontiere mobili della cartolarizzazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2020, 6, 926 ss.

Ai sensi del comma 3 dell'art. 7.1, la società veicolo «*può acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti*», limitatamente, però, al caso in cui ciò avvenga nell'ambito di «*piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con il soggetto cedente*», di «*accordi stipulati ai sensi degli articoli 124, 160, 182-bis e 186-bis*» della ex Legge fallimentare nonché degli articoli 57, 60, 84, 85 e 240 del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza «*ovvero di analoghi accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione previsti da altre disposizioni di legge*». Sempre nell'ambito di tali accordi – specifica la norma – la società veicolo di cartolarizzazione può altresì «*concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto*» (cfr. art. 7.1, comma 3). In relazione a tali finanziamenti, non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 2467 e 2497-*quinquies* del codice civile.

4.2.1. Merita inoltre particolare considerazione la previsione di cui al comma 2 dello stesso art. 7.1, ove si stabilisce che le società di cartolarizzazione cessionarie di crediti deteriorati «*possono concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto, nel rispetto delle condizioni previste all'articolo 1, comma 1-ter*».

Ad una prima lettura, una simile disposizione sembrerebbe confermare e ribadire quanto già previsto dall'art. 1, comma 1-*ter* della medesima legge. Tuttavia, per verificare, però, che sia questa la lettura corretta, occorre esaminare più a fondo l'articolo da ultimo citato. In particolare, l'art. 1, comma 1 *ter* - introdotto per effetto dell'art. 22, comma 6 del c.d. Decreto “*Competitività*” (D.l. 26 giugno 2014, n. 91), convertito con legge 11 agosto 2014, n. 116 -conferisce alle società di cartolarizzazione la facoltà di esercitare l'attività di erogazione di finanziamenti (c.d. *direct lending*). Più precisamente, nell'intento di conciliare l'esigenza di ampliare i canali di provvista del credito, con quella di salvaguardare la stabilità del mercato creditizio (cui si ispira il rigido principio della riserva dell'attività bancaria), l'art. 1,

comma 1-ter prevede che le società veicolo di cartolarizzazione possono concedere finanziamenti a specifici soggetti (diversi da persone fisiche e microimprese) e nel rispetto di determinate condizioni⁷⁰. Con l'obiettivo, infatti, di presidiare il mercato da pratiche di concessione, selezione e monitoraggio del credito poco prudenti, il legislatore subordina l'attività di *direct lending* esercitata dalla società veicolo al necessario coinvolgimento di un ente creditizio o di un intermediario ex art. 106 T.U.B., quale soggetto tenuto all'attività di selezione dei beneficiari del credito, e pone in capo agli stessi enti l'obbligo di mantenere un interesse economico significativo nell'operazione⁷¹.

Tornando all'art. 7.1, comma 2, come già indicato, la norma espressamente riconosce alle società veicolo, nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti *non performing*, la facoltà di erogare finanziamenti ai debitori ceduti allo scopo di «migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto». Non v'è dubbio, dunque, che il legislatore del 2016 abbia espressamente individuato nel modello della cartolarizzazione una modalità di gestione (anche) di posizioni creditorie - originate dalle banche e cedute sul mercato - per le quali risulti prospettabile un ritorno *in bonis*; quest'ultimo favorito, peraltro, dall'intervento della società veicolo di cartolarizzazione, che può, se del caso, concedere finanziamenti al debitore.

Orbene, a tal riguardo, non può passare inosservato che al riconoscimento di una siffatta facoltà alle società veicolo, cessionarie di crediti deteriorati, si sarebbe

⁷⁰ Ai sensi dell'art. 1, comma 1-ter, le società veicolo di cartolarizzazione possono erogare finanziamenti esclusivamente nei confronti di soggetti *diversi* dalle persone fisiche e della microimprese e nel rispetto delle seguenti *condizioni*: a) i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario iscritto all'albo ex art. 106 T.U.B., i quali possono svolgere altresì i compiti previsti dall'art. 2, comma 3, lett. c) della medesima legge 130/1999 (attività c.d. di *servicing*); b) i titoli emessi dalla *special purpose vehicle* per finanziare l'erogazione dei finanziamenti siano destinati esclusivamente ad investitori qualificati; c) la banca o l'intermediario finanziario che svolge l'attività di selezione del prenditore dovrà trattenere un interesse economico significativo nell'operazione (c.d. *retention*), nel rispetto delle modalità stabilite dalle disposizioni di attuazione di Banca d'Italia (criterio c.d. *skin on the game*).

⁷¹Il requisito della *retention* è funzionale sia ad allineare gli interessi delle banche e degli intermediari a quelli degli investitori, sia ad assicurare un monitoraggio continuo dell'attività del credito

potuto pervenire già in via ermeneutica, in virtù del rinvio che l'art. 7.1 compie genericamente alle ulteriori disposizioni della legge⁷², tra cui va ricompreso il sopra descritto l'art. 1, comma 1-ter. Se così fosse, l'art. 7.1, comma 2 diventerebbe ridondante. Pertanto, per ritagliare un autonomo spazio operativo a quest'ultima disposizione, ci si potrebbe chiedere, in definitiva, se il legislatore del 2016, nel disciplinare espressamente il ruolo delle spv nel contesto di cessioni di crediti deteriorati, non abbia invero inteso estendere ulteriormente, rispetto a quanto già avvenuto nel 2014, le loro capacità di finanziamento. Effettivamente, a ben vedere, l'art. 7.1, comma 2 richiama la disposizione di cui all'art. 1, comma 1-ter, non nella sua interezza, bensì limitatamente alle «condizioni» ivi previste. Basandosi un'interpretazione letterale dell'art. 1, comma 1-ter, le «condizioni» sono elencate espressamente ai punti a), b), c). Di contro, le limitazioni relative ai soggetti beneficiari dei finanziamenti (e cioè, la limitazione dei finanziamenti ai soli soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle imprese che presentino un attivo di bilancio inferiore a 2 milioni di euro) non rientrano, nel testo della norma, sotto il lemma "condizioni". Ebbene, se il legislatore del 2016, nel redigere l'art. 7.1, comma 2, ha consapevolmente limitato il richiamo all'art. 1, comma 1 ter relativamente alle sole condizioni in quella sede indicate, vi è da chiedersi se, esclusivamente nel caso di cartolarizzazioni di crediti deteriorati, il regime dell'attività di *direct lending* delle società di cartolarizzazione subisca una deroga, nella parte in cui consente che i prenditori siano, nel caso, anche soggetti persone fisiche (tra cui, eventualmente i consumatori) e microimprese.

Nicoletta Brodo

⁷² A tale conclusione si perviene in forza dell'art. 7.1, comma 1, ai sensi del quale «Alle cessioni di crediti, qualificati come deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente [...] si applicano *altresì* le disposizioni del presente articolo». L'impiego dell'avverbio "altresì" suggerisce che, anche nell'ambito di cessioni di crediti deteriorati, resta ferma l'applicazione delle altre disposizioni della legge n. 130/1999.

MERCATI DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ E PARADIGMI NORMATIVI DI TUTELA DELL'INVESTITORE *

*(Markets in crypto-assets and regulatory paradigms
of investor protection)*

ABSTRACT: *The new markets in crypto-asset raise a serious problem of investor protection. Many crypto-assets fall outside the discipline of financial services and, nevertheless, carry significant risks, arising first and foremost from extreme price volatility. Crypto-assets constitute in many cases speculative products, unsuitable for most investors, as indicated in the numerous warnings issued by national and European institutions.*

The need for a clear regulatory framework prompted the European regulator to introduce the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR), which has the primary purposes of legal certainty, consumer protection and market stability.

This analysis aims to identify which regulatory paradigms may be more effective from the perspective of investor protection, considering the objectives pursued by the European regulation of the markets and the solutions already tested in the financial sector within the MiFID framework.

The complexity of the crypto-assets phenomenon, which proceeds hand in hand with technological innovation, makes the task of the regulator and supervisory authorities particularly delicate. Indeed, there is a need to strike an appropriate balance between supporting the processes of digitization and innovation, given the significant opportunities they offer, and protecting investors.

SOMMARIO: 1. Il fenomeno dei *crypto-asset*. – 2. I rischi connessi alle cripto-attività. – 3. Qualificazione giuridica e disciplina applicabile. – 4. Le esigenze di protezione dell'investitore. Tra

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

tutela costituzionale del risparmio e obiettivi perseguiti nel contesto eurounitario. – 5. Le tecniche normative di tutela. La crisi del paradigma dell’“investitore razionale” e il modello MiFID II. – 6. Le forme di tutela nel regolamento MiCA. – 7. Prime riflessioni in ordine alla nuova disciplina. – 8. Considerazioni conclusive.

1. Il processo di digitalizzazione dei mercati¹ ha fatto emergere, di recente, il rischio di “vuoti di tutela” per gli investitori. I profili critici sono correlati ai nuovi strumenti di finanza digitale e alla rapida diffusione di cripto-attività, alcune delle quali – anche se nate con finalità differenti – hanno iniziato ad essere acquistate a scopo di investimento, pur non rientrando nell’ambito applicativo delle norme di tutela e trasparenza riferite ai servizi di intermediazione finanziaria, né di quelle relative ai servizi bancari e di pagamento.

Il fenomeno si inserisce nel più ampio contesto del “*FinTech*” (*Financial Technology*). Tale locuzione si riferisce, come noto, all’utilizzo delle più avanzate tecnologie digitali nell’ambito dei prodotti e dei servizi bancari e finanziari; essa compendia, in sostanza, il concetto dell’innovazione finanziaria “innescata” e resa possibile da quella tecnologica².

Una delle principali manifestazioni del *FinTech* è data, per l’appunto, dalla diffusione delle cripto-attività (*crypto-asset*). Tali strumenti sono identificabili come rappresentazioni digitali di valore, utilizzati come mezzo di scambio o detenuti a scopo di investimento, che possono essere trasferiti, negoziati o archiviati elettronicamente. I *crypto-asset* sono sviluppati a livello decentralizzato,

¹ Sulle influenze dell’innovazione digitale rispetto all’attività finanziaria, v., *ex multis*, CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 4, p. 372 ss.; LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, *ivi*, 2019, 3, p. 267 ss.; MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 1377 ss.

² AA.VV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di ricerca giuridica* della Banca d’Italia, n. 87, 2009.

Secondo la definizione proposta dal *Financial Stability Board*, per *FinTech* si intende: “a technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services” (documento *Implications from FinTech*, giugno 2017).

mediante il ricorso alla crittografia e alla tecnologia dei registri distribuiti (*Distributed Ledger Technology* – DLT), e in particolare della *Blockchain*, volta a validare e registrare le singole transazioni secondo uno schema *peer-to-peer*, senza la necessità di intervento di alcun intermediario³.

Le origini del fenomeno risalgono come noto alla creazione, nel 2009, di *Bitcoin*, la prima “criptovaluta” ideata da Satoshi Nakamoto, pseudonimo che rimanda a un *hacker* ignoto (o, più probabilmente, a un gruppo di sviluppatori).

I *Bitcoin* sono nati con l’obiettivo di costituire uno strumento di pagamento alternativo alla moneta emessa dalle Banche centrali, decentralizzato e svincolato da qualsivoglia Autorità. Questa utopia è peraltro svanita ben presto: i *Bitcoin*, così come la maggior parte delle criptovalute successivamente create, non hanno conosciuto un utilizzo come mezzo di pagamento su larga scala. Piuttosto, diverse valute digitali hanno iniziato ad essere acquistate mediante il ricorso ad apposite piattaforme digitali – c.d. piattaforme di *exchange*, sedi di scambio ove si incontra la domanda e l’offerta delle *crypto-currency* – e detenute in appositi conti telematici (“*e-wallet*”), allo scopo precipuo di speculare sulle relative fluttuazioni di valore.

È appena il caso di precisare che, come correttamente rilevato in dottrina, le “criptovalute” non sono valute in senso proprio, in quanto inidonee ad assolvere alle funzioni attribuite alla moneta, ossia quelle di mezzo di pagamento, riserva di

³ La *Blockchain*, che rappresenta la forma più diffusa di DLT, deve il proprio nome al fatto che le singole transazioni vengono memorizzate sulla base di una struttura caratterizzata da una sequenza di “blocchi” tra loro collegati tramite la crittografia, in modo tale da ottenere una registrazione immutabile, che permetta di ricostruire in ordine cronologico tutte le transazioni che hanno avuto ad oggetto una determinata attività.

Nell’ordinamento interno, l’art. 8 *ter* del D.L. 14 dicembre 2018, n. 135, conv. con L. 11 febbraio 2019, n. 12 ha introdotto una nozione normativa di “tecnologie basate su registri distribuiti”, definite come “le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l’aggiornamento e l’archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili”.

valore e unità di conto⁴. A livello istituzionale, in un proprio studio la BCE ha espresso chiaramente la propria posizione in ordine all'esclusione della natura di "moneta" per le *crypto-currencies*⁵. La nozione di cripto-attività – che, come si vedrà, è stata fatta propria dal legislatore europeo – è quindi preferibile rispetto a quella di "criptovaluta"; e ciò non solo per l'intrinseca erroneità di tale ultima locuzione, peraltro idonea a dar luogo a equivoci non di poco conto⁶, ma anche per una maggiore omnicomprensività, tale da abbracciare più ampie categorie di prodotti.

Il panorama delle "valute virtuali" è andato ampliandosi con l'introduzione di una tipologia particolare, i c.dd. *stablecoin*. Trattasi di strumenti il cui valore è collegato a quello di valute aventi corso legale, a merci (ad esempio, l'oro) o ad altre attività. Come il nome lascia intendere, gli *stablecoin* mirano a mantenere un valore stabile, andando così a mitigare la principale criticità che connota i *crypto-asset*, vale a dire l'estrema volatilità derivante dalle notevoli e imprevedibili oscillazioni di prezzo.

Il mercato delle cripto-attività si è evoluto ulteriormente, con la diffusione di "token" rappresentativi dei più disparati diritti o *asset*, materiali e immateriali. A livello terminologico, se per cripto-attività si intende, in senso stretto, la

⁴ V., *ex multis*, LEMME – PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 4, suppl., p. 148 ss.

Sulle funzioni fondamentali della moneta, v., per tutti, CAPRIGLIONE, voce *Moneta*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, III, Milano, 1999, p. 747 ss.; ASCARELLI, *La moneta. Considerazioni di diritto privato*, Padova, 1928; ID., *Studi giuridici sulla moneta*, Milano, 1952.

⁵ Banca Centrale Europea, *Virtual currency schemes – a further analysis*, febbraio 2015. In tale studio si evidenzia come le "criptovalute" non soddisfino né la nozione economica di moneta, né quella giuridica. La BCE osserva in primo luogo come, "from an economic perspective, the virtual currencies currently known about do not fully meet all three functions of money defined in economic literature: i) medium of exchange... ii) store of value ... and iii) unit of account". In secondo luogo, rileva che "from a legal perspective, money is anything that is used widely to exchange value in transactions ... Given that VCS are not used widely to exchange value, they are not legally money, and – in the absence of minted versions – they are not currency either, and no virtual currency is a currency" (pp. 23-24).

⁶ EBA, *Opinion on "virtual currencies"*, 4 luglio 2014, ove si rileva che "the usage of the term 'currency' is misleading for several reasons, including the insinuation that it is therefore exchangeable against other currencies, which may not necessarily be the case" (p. 11).

rappresentazione digitale di valore, con il termine *token* ci si riferisce al supporto – o, se si preferisce, l’“involucro” digitale – utilizzato a tale scopo (*i.e.*, ciò che in concreto conferisce al titolare la legittimazione all’esercizio del diritto sottostante o gli attribuisce, comunque, determinate utilità suscettibili di valutazione economica)⁷.

Una particolare categoria è quella dei c.dd. *Non Fungible Token* (NFT), che – a differenze delle criptovalute, per loro natura beni fungibili – si caratterizzano per la loro non riproducibilità, che li rende unici e non interscambiabili⁸. Tale caratteristica ha favorito una rapida diffusione degli NFT, ad esempio, quale supporto crittografico delle opere d’arte digitali, anch’esse sempre più frequentemente oggetto di acquisto a scopo speculativo.

Di particolare interesse è il ricorso, negli ultimi anni, ai *token* nell’ambito delle operazioni di finanziamento alle imprese. Hanno infatti formato oggetto di un crescente interesse sul mercato le c.dd. *Initial Coin Offerings* (ICOs), costituenti forme di raccolta di fondi destinati al finanziamento di progetti imprenditoriali, a fronte dell’attribuzione di *token* in favore dei sottoscrittori.

Dal sintetico quadro d’insieme che si è cercato di delineare, risulta evidente come il fenomeno delle cripto-attività ricomprenda in sé manifestazioni estremamente variegata, difficilmente suscettibili di *reductio ad unum*.

2. Non si può non riconoscere come il ricorso alla tecnologia DLT e ad alcune forme di cripto-attività possa potenzialmente comportare vantaggi per gli

⁷ Sul piano definitorio, cfr. AA.VV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di ricerca giuridica* della Banca d’Italia, cit. Precisato che, in linea generale, per “*asset*” si intende “ogni entità materiale o immateriale suscettibile di valutazione economica soggettiva”, in tale studio si definisce “*criptoasset*” una “rappresentazione digitale di valore resa univoca grazie all’impiego di meccanismi crittografici”, e si evidenzia la (sottile) differenza con la nozione di “*token*”, definito come “una sorta di ‘legatura digitale’ della legittimazione di un diritto al titolo rappresentato dal *criptoasset*” (pp. 167-168).

⁸ In argomento, v. GUACCERO – SANDRELLI, *Non-fungible tokens (NFTs)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, p. 824 ss.; CARRIÈRE, *La “cripto-arte” e i non-fungible tokens (NFTs): tentativi di inquadramento giuridico*, in *dirittobancario.it*, 2021.

operatori del mercato e per i consumatori, ad esempio in termini di pagamenti più economici, veloci ed efficienti, nonché di semplificazione di determinate transazioni o processi di raccolta di capitali.

Peraltro, alle crypto-attività sono correlati numerosi rischi, derivanti anzitutto dall'assenza – allo stato attuale – di apposite forme di supervisione e controllo da parte delle Autorità di vigilanza europee e nazionali, nonché di strumenti di tutela del cliente, trattandosi di un settore in massima parte deregolamentato.

Una specifica criticità, immanente alla maggior parte dei prodotti in esame e, in particolare, a quelli ascrivibili alla categoria delle c.dd. criptovalute, consiste poi nell'estrema volatilità dei prezzi, cui derivano tanto un'opportunità di guadagno, quanto la possibilità di subire perdite ingenti. Molti di tali strumenti, inoltre, sono del tutto privi di valore intrinseco, e comunque non assistiti da alcun diritto al rimborso e inadeguati ad assolvere alle tipiche funzioni di investimento e di pagamento.

A ciò si aggiunge il rischio di incidenti informatici e di frodi, circostanze che possono parimenti comportare gravi perdite per gli acquirenti, nonché la questione riguardante l'affidabilità delle piattaforme che gestiscono, rispettivamente, la negoziazione dei *crypto-asset* (c.dd. *exchange*) e la custodia delle attività di pertinenza della clientela (c.dd. *wallet service provider*). In questa situazione, si è rilevato in dottrina come le crypto-attività acquistate a scopo di investimento siano esposte, oltre che a un rischio analogo a quello che connota gli strumenti finanziari, anche ad altre numerose situazioni di incertezza derivanti dalle caratteristiche loro proprie⁹. Un'incertezza, peraltro, in costante divenire, atteso che l'evoluzione tecnologica procede con una rapidità tale da comportare il continuo insorgere di nuovi, possibili rischi. I noti episodi di *crypto crash* occorsi

⁹ PISANI MASSAMORMILE, *Noterelle pessimistiche sui bitcoin*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, p. 465 ss.

negli ultimi anni¹⁰ hanno reso evidente l'inesistenza di presidi idonei.

In questo contesto, si sono registrati diversi interventi da parte delle Autorità nazionali di settore (Banca d'Italia e Consob), in linea con gli orientamenti espressi dalle autorità di supervisione europee (EBA, ESMA e EIOPA, le c.dd. ESAs)¹¹, volti a sottolineare la natura altamente speculativa di alcune tipologie di cripto-attività e l'assenza di specifiche forme di regolamentazione, supervisione e tutela, con conseguente rischio di frodi e di perdita, anche totale, del capitale investito¹².

A livello internazionale, si segnala lo *Statement* pubblicato dal *Financial Stability Board* (FSB) nel luglio 2022¹³. In tale documento si rileva come le recenti turbolenze nei mercati delle cripto-attività abbiano evidenziato la loro intrinseca volatilità, le vulnerabilità strutturali e il problema della crescente interconnessione con il sistema finanziario tradizionale, con la conseguenza che al rischio di perdite ingenti per gli investitori si aggiunge quello di riflessi negativi sul sistema medesimo. Ad avviso del FSB, le cripto-attività dovrebbero pertanto essere assoggettate, a livello sia nazionale che internazionale, a una regolamentazione e a una sorveglianza efficaci, commisurate ai rischi che comportano.

¹⁰ Ci si riferisce, in particolare, alla crisi dello *stablecoin* algoritmico "Terra Luna" e a quella che ha interessato FTX, che rappresentava la seconda piattaforma di negoziazione di cripto-attività al mondo per volumi scambiati.

¹¹ Si veda l'Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali, resa congiuntamente dalle tre ESAs e pubblicata il 12 febbraio 2018. Da ultimo, ESMA, *Statement* del 25 maggio 2023.

¹² Da ultimo, Comunicazione della Banca d'Italia del 15 giugno 2022, volta a richiamare l'attenzione degli intermediari vigilati e degli altri operatori sulla necessità, pur in assenza di prescrizioni normative vigenti, di un'idonea informazione ai clienti che intendano acquistare e detenere cripto-attività utilizzando eventuali canali messi a disposizione dagli intermediari e operatori medesimi. Ciò al fine di favorire la massima consapevolezza in ordine ai rilevanti rischi che ne derivano, alla complessità delle tecnologie sottostanti, alla carenza di tutele legali e contrattuali e alla possibilità – in ultima istanza – di perdere integralmente e definitivamente le somme investite. In precedenza, cfr. Banca d'Italia, *Avvertenze sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015, nonché Banca D'Italia e Consob, Comunicato Stampa, *Consob e Banca D'Italia mettono in guardia sui rischi insiti nelle cripto-attività*, 2021.

¹³ *FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities*, pubblicato l'11 luglio 2022.

3. In assenza di uno specifico quadro normativo – e in attesa dell’entrata in vigore del regolamento europeo MiCA, di cui si dirà nel prosieguo – l’attività degli interpreti si è concentrata sull’individuazione della natura giuridica delle cripto-attività e delle regole ad esse applicabili, facendo ricorso a categorie note all’ordinamento¹⁴.

La questione classificatoria riguardante la natura delle cripto-attività richiederebbe un esame approfondito e trascende le finalità del presente contributo. Basti qui ricordare che la dottrina ha proposto la qualificazione delle cripto-attività, in senso ampio e omnicomprensivo, come veri e propri beni, intesi quali “cose che possono formare oggetto di diritti” ex art. 810 c.c., attesa la loro scarsità, la suscettibilità di valutazione economica e l’idoneità allo scambio¹⁵; o, in una più specifica accezione, adottata dalla maggioranza degli interpreti, come beni immateriali¹⁶.

¹⁴ In argomento, senza pretesa di esaustività, v. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. inf. e informatica*, 2015, p. 415 ss.; VARDI, “*Criptovalute*” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, *ivi*, p. 443 ss.; CAPACCIOLI, *Criptovalute e Bitcoin: un’analisi giuridica*, Milano, 2015, p. 118 ss.; MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, p. 117 ss.; PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, p. 471 ss.; CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell’idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, *ivi*, 2019, p. 315 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Noterelle pessimistiche sui bitcoin*, *cit.*; PERNICE, *La controversa natura giuridica di Bitcoin: un’ipotesi ricostruttiva*, in *Rass. dir. civ.*, 2018, p. 331 ss.; GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018; CALONI, *Bitcoin: profili civilistici e tutela dell’investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, p. 159 ss.; RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 257 ss.; LEMMA, *Quali controlli per le valute virtuali?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, suppl. 3, p. 52 ss.

¹⁵ Cfr. GIULIANO, *Le risorse digitali nel paradigma dell’art. 810 cod. civ. ai tempi della blockchain*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2021, 5 (p. 1214 ss.), 6 (p. 1456 ss.). L’Autore propone una “rilettura del concetto di ‘cosa’, adeguato al periodo storico in cui viene utilizzato”, concludendo che “le criptoattività ben possono essere ricondotte nel perimetro di operatività dell’art. 810 cod. civ., quale cosa intangibile, possibile oggetto di diritto e, dunque, bene giuridico a tutti gli effetti, anche se immateriale quanto a consistenza”.

¹⁶ Cfr. LEMMA, *op. cit.*, p. 53, ove si sottolinea “la natura immateriale di tali beni e la loro funzione strumentale”. A favore della qualificazione delle cripto-attività come beni immateriali v., in dottrina, CAPACCIOLI, *op. cit.*, p. 118 ss.; PERNICE, *La controversa natura giuridica di Bitcoin: un’ipotesi ricostruttiva*, in *Rass. dir. civ.*, 2018, p. 345; nella giurisprudenza di merito, Trib. Firenze, 21 gennaio 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, p. 385 ss.; nella giurisprudenza amministrativa, T.A.R. Lazio, 27 gennaio 2020, in *Società*, 2020, p. 566 ss., con nota critica di DE LUCA – PASSARETTA, *Le valute virtuali: tra nuovi strumenti di pagamento e forme alternative*

Al di là dell'autonoma configurazione delle cripto-attività quali “beni” e nonostante la complessità della tecnologia sottostante, è opportuno tenere a mente che – a livello concettuale – le stesse non rappresentano un fenomeno inedito. Esse costituiscono, invero, unicamente lo strumento utilizzato per incorporare un determinato diritto o una certa utilità, al fine di consentirne la circolazione tramite la *Blockchain*; uno schema non certo ignoto al sistema giuridico, che da secoli persegue analoghe finalità, ad esempio, mediante le norme riguardanti i titoli di credito¹⁷. Occorre quindi tenere distinti i *crypto-asset* (e, in particolare, i *token*) dai diritti o utilità che essi rappresentano: è fondamentale avere presente che gli strumenti in parola costituiscono scritturazioni informatiche volte a individuare il soggetto che può vantare la titolarità di una posizione sottostante, ovvero – in determinati casi – richiedere determinate prestazioni all'emittente.

Chiarito quindi che non si è in presenza di entità del tutto aliene rispetto alle tassonomie civilistiche, viene in rilievo la questione – di specifico interesse in questa sede – riguardante l'eventuale possibilità di inquadrare le cripto-attività nell'ambito di una delle categorie contemplate dalla vigente normativa del mercato mobiliare.

La dottrina si è interrogata, in primo luogo, circa la possibilità di ricomprendere le cripto-attività nel novero degli strumenti finanziari, con conseguente estensione delle regole di condotta riguardanti lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, che sono tali, per l'appunto, solo “quando

d'investimento.

¹⁷ In questo senso cfr. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra atipicità e tipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, p. 13 ss., secondo cui “non si deve commettere l'errore di considerare i *token* e le *distributed ledger technology* (DLT) come fenomeni eversivi degli istituti giuridici consolidati; il profilo di novità che lo sviluppo di tali tecnologie offre consiste semmai in una inedita forma di rappresentazione e circolazione di posizioni giuridiche soggettive note”; in questa situazione, “il *token* altro non è che un veicolo digitale che consente l'incorporazione di determinati diritti, permettendone la circolazione semplificata e garantita tramite l'infrastruttura *blockchain*”.

hanno per oggetto strumenti finanziari” (art. 1, comma 5, TUF). Secondo la prevalente linea interpretativa questa ipotesi dovrebbe essere esclusa, considerato che l’elencazione contenuta nel testo unico della finanza (art. 1, comma 2, che rinvia all’Allegato I, Sezione C) è ritenuta tendenzialmente chiusa e tassativa¹⁸, con conseguente impossibilità di ricomprensivi strumenti non espressamente contemplati.

Resta inteso che, qualora uno strumento riconducibile al predetto elenco sia emesso su supporto digitale-crittografico (c.d. strumento finanziario *tokenizzato*), resta applicabile la disciplina dei servizi e attività di investimento di cui al testo unico della finanza. Ciò in aderenza al principio della “neutralità tecnologica”, che impone di guardare alla sostanza giuridico-economica e non alla forma tecnica di un prodotto ai fini dell’individuazione della disciplina applicabile, e che – come si vedrà – rappresenta uno dei cardini della nuova normativa di emanazione europea.

Gli interpreti hanno quindi vagliato la possibilità di ricondurre le cripto-attività alla nozione di “prodotto finanziario”, che, come noto, è più ampia e aperta, in quanto idonea a ricomprensivi, oltre agli strumenti finanziari, “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” (art. 1, comma 1, lett. u TUF). Affinché si possa rientrare nella definizione *de qua*, che valorizza la sostanza economica dell’operazione, è dunque necessario trovarsi in presenza di una forma di impiego di un capitale, con aspettativa di un rendimento e assunzione di un rischio direttamente correlato¹⁹; fattispecie che parrebbe idonea a ricomprensivi

¹⁸ V., *ex multis*, URBANI, *I servizi e le attività di investimento e gli strumenti finanziari*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2019, p. 245; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 105; COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2004, p. 38. *Contra*, CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium iuris*, 2015, p. 1450 ss.

¹⁹ Per l’individuazione della nozione di “investimento di natura finanziaria” sono imprescindibili le indicazioni fornite dalla Consob. Detta Autorità ha avuto modo di chiarire che debbono intendersi come tali le operazioni connotate dalla compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale; (ii) aspettativa di rendimento di natura finanziaria; (iii) assunzione di un rischio

le ipotesi, sempre più frequenti, di acquisto di cripto-attività con finalità prettamente speculative. Per tali ragioni, parte della dottrina ha ammesso la possibilità di ricomprendere determinati *crypto-asset* nella categoria del prodotto finanziario²⁰.

Tale soluzione è stata accolta anche da alcune pronunce giurisprudenziali di legittimità in materia penale, che, valorizzando la “causa concreta” dell’operazione di compravendita di criptovalute, hanno riconosciuto la possibilità di qualificare i *bitcoin* come prodotti finanziari qualora acquistati a scopo di investimento²¹.

Occorre peraltro considerare che la nozione di prodotto finanziario è funzionale, come noto, all’applicazione di una disciplina specifica, essenzialmente quella in materia di appello al pubblico risparmio, limitata a precetti di mera trasparenza (art. 94 e ss. TUF). Sicché, pur potendo astrattamente ricomprendere in detta nozione talune cripto-attività, non sarebbero comunque applicabili le regole riguardanti la prestazione dei servizi di investimento (profilatura, adeguatezza, appropriatezza, etc.), che si ricollegano, sul piano oggettivo, al più ristretto ambito degli “strumenti finanziari”.

direttamente connesso e correlato all’impiego di capitale (cfr. comunicazione n. 97006082 del 10 luglio 1997 e, da ultimo, comunicazione DTC/13038246 del 6 maggio 2013). Nella più recente delle comunicazioni citate, la Consob ha chiarito che, per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell’acquirente (cosa che potrebbe realizzarsi attraverso talune modalità di godimento del bene acquistato), ma è necessario che l’atteso incremento di valore del capitale impiegato – e il rischio ad esso correlato – sia elemento intrinseco all’operazione stessa.

²⁰ In senso favorevole alla qualificazione delle “criptovalute” come prodotti finanziari, GASPARRI, *op. cit.*, p. 430; PASSARETTA, *op. cit.*, p. 474; DE LUCA – PASSARETTA, *op. cit.*, p. 578; GIRINO, *op. cit.*, p. 763; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit. Contra*, VARDI, *op. cit.*, p. 448 ss.

²¹ Cass. pen. 10 novembre 2021, n. 44337, in *Danno e resp.*, 2022, p. 492 ss. Ad avviso della Suprema Corte, “la valuta virtuale, quando assume la funzione, e cioè la causa concreta, di strumento d’investimento e, quindi, di prodotto finanziario, va disciplinata con le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. t.u.f.), le quali garantiscono attraverso una disciplina unitaria di diritto speciale la tutela dell’investimento”; con la conseguenza che “ove la vendita di *bitcoin* venga reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, si ha una attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti T.U.F. ... la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all’art. 166 comma 1 lett. c) T.U.F.”. Nel medesimo senso già Cass. pen. 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, p. 928 ss.

Infine, volgendo lo sguardo dalle norme del testo unico della finanza a quelle del codice del consumo, ci si potrebbe chiedere se ai soggetti che svolgono su base professionale servizi di vendita e scambio di cripto-attività possano applicarsi le disposizioni in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (art. 67-*bis* e ss. cod. cons.). Dall'applicazione di detta disciplina deriverebbe, segnatamente, l'imposizione ai prestatori di servizi di articolati obblighi informativi in sede precontrattuale (art. 67-*quater* e ss. cod. cons.), oltre all'attribuzione del diritto di recesso al consumatore, non esercitabile, tuttavia, quando il prezzo del prodotto acquistato dipende da fluttuazioni di mercato (come avviene in caso di acquisto di *crypto-asset* con finalità speculativa; v. art. 67-*duodecies*, comma 5, cod. cons.).

4. La ricostruzione testé delineata rende evidente come, in relazione alle cripto-attività non costituenti strumenti finanziari, il sistema di tutela derivante dalle disposizioni vigenti in astratto applicabili sia, nel complesso, incompleto e insoddisfacente; ciò che rende senza dubbio opportuna l'introduzione di uno specifico quadro normativo.

Prima di procedere con l'esame delle norme introdotte a livello europeo con il Regolamento sui mercati delle cripto-attività (*Markets in Crypto-Assets – MiCA*), e al fine di meglio valutarne la portata, si ritiene opportuno un inquadramento generale volto a individuare quali possano essere, anche nel settore dei *crypto-asset*, le tecniche normative più efficaci nella prospettiva di tutela del cliente, nel quadro dei principî fondanti la tutela in parola e degli obiettivi perseguiti dai regolatori, a livello nazionale ed eurounitario.

Quanto ai principî dell'ordinamento interno, viene naturalmente in rilievo l'art. 47, comma 1, primo periodo, della Costituzione, che assegna allo Stato il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio, "in tutte le sue forme". Quest'ultima locuzione assume particolare rilievo ai fini della presente analisi. Al

riguardo, non sembra potersi dire, allo stato, che l'ordinamento "incoraggi" e favorisca l'indirizzo delle risorse dei risparmiatori verso le forme di investimento in cripto-attività, anche considerate le chiare indicazioni e avvertenze – sopra richiamate – delle competenti Autorità di Vigilanza nazionali, che si pongono in continuità con gli indirizzi diramati, in ambito europeo, dalle ESAs.

Nondimeno, non essendo ipotizzabile, in un sistema liberale, un radicale divieto di tali prodotti (quale quello imposto da taluni Stati autoritari)²², si pone comunque un problema di "tutela" di coloro che decidano di acquistarli. Più in generale, sorge l'esigenza di introdurre un quadro giuridico chiaro, al fine di introdurre adeguati presidi e controlli per i mercati digitali e di sfruttare, al contempo, le potenzialità che essi offrono in termini di innovazione.

In ambito europeo, gli interventi di regolazione dei mercati perseguono sin dal principio finalità che si sostanziano, da un lato, nella tutela dei clienti, e, dall'altro lato, nella promozione dell'integrità e dell'efficienza dei mercati medesimi. Ci si trova quindi in presenza di una normativa caratterizzata da una natura ancipite, in quanto funzionale alla tutela di interessi tanto generali, quanto particolari e seriali.

I due obiettivi sono strettamente interconnessi. Proteggendo la parte debole del rapporto, la normativa intende salvaguardare, di riflesso, l'ordine e il corretto funzionamento del mercato. Le finalità prioritarie sono, da un lato, evitare che un'operatività non corretta degli intermediari possa aumentare il rischio di crisi sistemiche, e, dall'altro lato, incoraggiare gli investimenti, che risulterebbero disincentivati se coloro che intendono operare sul mercato non fossero provvisti di adeguate forme di tutela.

²² *In primis* la Repubblica Popolare Cinese. Nel 2018 sono stati vietati gli scambi di criptovalute sulle piattaforme cinesi, senza tuttavia porre limiti al possesso e allo scambio su piattaforme internazionali tramite la rete. Una stretta più vigorosa si è avuta nel settembre 2021, allorché la Banca centrale cinese (*People's Bank of China*), sull'assunto per cui la "speculazione tramite criptovalute" sta "turbando l'ordine economico e finanziario e favorendo la crescita di attività illegali e criminali", ha dichiarato "illegali" tutte le transazioni in criptovalute.

Una effettiva ed efficace protezione dei risparmiatori costituisce un presupposto essenziale non solo ai fini dell'integrità del mercato e del contenimento dei rischi di sistema, ma anche nell'ottica di favorire lo sviluppo e la competitività del mercato medesimo. Un clima di fiducia consente infatti agli intermediari di ampliare l'offerta e la distribuzione di prodotti innovativi anche tra la clientela meno sofisticata, che ripone il proprio affidamento nel "ruolo guida" del soggetto professionale.

È quindi possibile affermare che la tutela degli interessi particolari dei risparmiatori si traduce, in via mediata, nel soddisfacimento dell'interesse generale, particolarmente avvertito in ambito eurounitario, legato alla conformazione e al regolare funzionamento del mercato concorrenziale; ciò che, in ultima analisi, torna a recar vantaggio ai clienti che al mercato medesimo si rivolgono. Viene così a crearsi, nelle intenzioni del legislatore europeo, una sorta di "circolo virtuoso" nel perseguimento degli obiettivi di tutela.

5. Tanto premesso sotto il profilo dei principi ispiratori della tutela, occorre considerare le principali forme che questa assume nella legislazione vigente del mercato finanziario (Direttiva 2004/39/CE, "MiFID", seguita dalla Direttiva 2014/65/UE, "MiFID II"). Come si vedrà nel prosieguo, le tecniche di tutela sperimentate nella disciplina dei mercati mobiliari assumono infatti valore paradigmatico rispetto ai mercati delle cripto-attività.

La prima strategia normativa a tutela dei clienti nel settore finanziario, introdotta prima a livello nazionale (sin dalla "Legge Sim", n. 1/1991), poi a livello europeo, è quella tesa a ridurre le asimmetrie informative.

Il legislatore ha inteso recepire le esigenze che connotano un mercato ove impera la contrattazione standardizzata, e in cui il bene giuridico più rilevante – l'informazione – è detenuta dal contraente c.d. forte, nei cui confronti l'altra parte si trova in una posizione di strutturale e fisiologica debolezza. La necessità di

riequilibrio è stata perseguita mediante l'imposizione agli intermediari di obblighi di informazione e di trasparenza, veicolati – *in primis* – tramite la documentazione contrattuale. L'anima della normativa volta a ridurre le asimmetrie muove sostanzialmente dall'assunto per cui l'informazione, trasmessa in maniera corretta e trasparente, riduce il rischio di scelte irrazionali; circolando liberamente, è fattore di incremento degli scambi e favorisce la concorrenza.

La crisi economico-finanziaria di inizio millennio ha tuttavia posto definitivamente in luce i limiti del paradigma economico neoclassico dell'"investitore razionale" che, ricevute le opportune informazioni, sarebbe in grado – quale *homo oeconomicus* – di compiere scelte individuali coerenti ed efficienti²³. Le vicende della crisi hanno reso evidente che, pur a fronte della completezza delle informazioni fornite dall'intermediario, il cliente non sempre è in grado di assumere in piena autonomia le scelte più confacenti alla propria situazione finanziaria e al raggiungimento dei propri obiettivi, e ciò per la notevole e intrinseca complessità che connota i prodotti oggetto delle contrattazioni nel mercato *de quo*.

La consapevolezza dei limiti dell'assioma della razionalità è stata favorita dal rilevante contributo offerto dagli studi riguardanti la finanza comportamentale²⁴. In particolare, è stato posto in luce come il processo decisionale del cliente non professionale possa essere influenzato da fattori –

²³ V. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, p. 1 ss.; MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto al regime dell'attività*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, p. 568 ss.

²⁴ V. BARBERIS – THALER, *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, North Holland, 2003, p. 1053 ss.; BLACK, *Behavioral Economics and Investors Protection: Reasonable Investors, Efficient Market*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, 44, 2013, p. 1493 ss. Nella letteratura domestica, DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in GITTI, MAUGERI, NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, Bologna, 2012, p. 69 ss.; ROSSANO, *Le "tecniche cognitive" nei contratti di intermediazione finanziaria*, Napoli, 2011; MORERA – VELLA (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, in *AGE*, 2012, 1; nonché AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 68, 2011.

definiti comunemente “*bias*” cognitivi – che traggono origine da convinzioni o pregiudizi anche non razionali, derivanti dall’esperienza individuale del soggetto. Tali interferenze comportano una distorsione nel processo cognitivo, impendendo al cliente di elaborare correttamente le informazioni ricevute dall’intermediario e inducendolo a compiere errori di valutazione che si risolvono, in ultima analisi, in scelte finanziarie disallineate rispetto a quelle che sarebbero proprie di un “investitore modello”²⁵.

L’insufficienza dei paradigmi di tutela basati sulla mera trasparenza è inoltre resa manifesta dal problema della sovra-informazione (“*information overload*”). Sono note le criticità correlate alla prassi della contrattazione standardizzata, e segnatamente quelle della lunghezza del testo contrattuale e del conseguente “*no reading problem*”. Dinanzi a una quantità elevatissima di informazioni, spesso eccessive e ridondanti, il cliente finisce per non prestare la dovuta attenzione a quanto gli viene prospettato nel modulo predisposto dall’intermediario, così vanificando gli obiettivi perseguiti dalle norme.

Pare quindi corretto affermare che la trasparenza informativa veicolata dalla documentazione contrattuale, ancorché necessaria, non è sufficiente a garantire una tutela effettiva dei clienti, che potrebbero comunque non essere in grado di compiere scelte di investimento adeguate; ciò che, su larga scala, rischierebbe per riverberarsi sul mercato, che non vedrebbe realizzata un’adeguata efficienza allocativa, alimentando altresì il rischio di crisi sistemiche.

L’attenzione del legislatore si è quindi concentrata maggiormente sugli strumenti volti a favorire la conclusione di contratti non solo trasparenti, ma il più possibile adeguati al singolo cliente²⁶. Tale nuovo paradigma di tutela, espressione di un crescente grado di protezione per gli investitori e, al contempo, di una più

²⁵ V. DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori*, in *Contr. e impr.*, 2017, p. 637 ss., per una rassegna dei principali *bias* che normalmente influiscono sui processi decisionali dei consumatori e una riflessione sulle relative conseguenze giuridiche.

²⁶ V. NATOLI, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012.

pervasiva regolazione dell'attività d'impresa e di una maggiore limitazione dell'autonomia privata, è incentrato sull'introduzione di specifici obblighi organizzativi e regole volte a conformare l'agere delle imprese di investimento.

Questa disciplina, fortemente rafforzata dalla direttiva MiFID II, ha come scopo di valorizzare la componente fiduciaria del rapporto tra cliente e intermediario e il ruolo "guida" di quest'ultimo. L'approccio del regolatore si è così spostato dalla volontà di ripristinare – per quanto possibile – una "parità" delle parti sul piano informativo a quella di porre a carico del soggetto professionale, primariamente, il dovere di curare al meglio gli interessi della controparte debole²⁷.

La disciplina di protezione del risparmiatore è incentrata, come è noto, su due momenti fondamentali: una iniziale "profilatura" del cliente, volta ad acquisire le informazioni rilevanti per la prestazione del servizio, e la successiva valutazione in ordine alle singole operazioni da porre in essere nell'interesse del cliente. Entrambi i profili sono diversamente modulati a seconda che trovi applicazione la più incisiva regola di "adeguatezza" – applicabile alla prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, nei quali si esplica maggiormente la discrezionalità o comunque il ruolo di "impulso" dell'intermediario – ovvero la regola di "appropriatezza", applicabile agli altri servizi di investimento ed espressione di una tutela in parte attenuata (cfr. art. 41, comma 3 e art. 42, comma 4 del Reg. Consob n. 20307/2018, "Regolamento Intermediari"). La portata delle regole è poi diversamente graduata a seconda della tipologia di cliente (al dettaglio, professionale o controparte qualificata).

Il sistema delle norme di condotta poste a tutela degli investitori è completata dalla regola della "*best execution*", che impone agli intermediari di

²⁷ Cfr. LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in GRILLO (a cura di), *Mercati finanziari e protezione del consumatore*, Milano, 2010, p. 44, ove si evidenzia come, nell'ambito dei rapporti di intermediazione mobiliare, il principale tema non sia "quello di potere scegliere liberamente e consapevolmente un prodotto finanziario anziché un altro, bensì quello di potersi affidare per intero a un intermediario di fiducia".

adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, nella ricezione-trasmissione e nell'esecuzione degli ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti (v. artt. 43 e 47 Regolamento Intermediari); nonché dalle regole sui conflitti interesse (v. art. 21, comma 1-*bis*, TUF e art. 92 Regolamento Intermediari).

Infine, la direttiva MiFID II ha introdotto un nuovo paradigma, incentrato sul “governo del prodotto” (*product governance*)²⁸. Tale disciplina si connota per una “anticipazione” della tutela, riguardando non solo la fase di distribuzione dei prodotti finanziari, ma anche il processo di ideazione e strutturazione degli stessi, al fine di assicurarne la qualità, la trasparenza e la rispondenza alle esigenze di un determinato segmento di clientela (c.d. *target market*, “mercato di riferimento”). Ciò al fine di prevenire i casi di “*misselling*”, vale a dire di totale inadeguatezza degli strumenti finanziari per i sottoscrittori.

Le disposizioni normative succedutesi nel tempo, complessivamente considerate, contribuiscono a formare un sistema organico e integrato di tutela, volto a salvaguardare l'interesse particolare dei clienti e quello, generale, legato all'efficiente funzionamento e alla stabilità del mercato finanziario.

6. L'esigenza di una regolamentazione specifica avente ad oggetto i mercati delle cripto-attività deriva dal fatto che la maggior parte di esse – pur comportando considerevoli rischi – non rientra nell'ambito di applicazione della vigente legislazione in materia di servizi finanziari, e pertanto non è soggetta alle disposizioni di tutela sopra ricordate.

La Commissione Europea ha così elaborato, nel settembre 2020, la citata

²⁸ In argomento, v. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie del rapporto tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, p. 1 ss.; PERRONE, *Considerazioni in tema di product governance*, in *dirittobancario.it*, 2019; LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei “produttori”*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, p. 566 ss.; DELLA TOMMASINA, *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, *ivi*, 2021, p. 262 ss.

proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (*Markets in Crypto-Assets – MiCA*)²⁹. Il regolamento, a seguito dell’esperienza della procedura legislativa che ha visto coinvolti il Parlamento e il Consiglio, è stato definitivamente adottato da quest’ultimo in data 16 maggio 2023³⁰. Trattasi del più rilevante quadro regolatorio organico della materia introdotto a livello globale, considerato che gli altri Paesi avanzati hanno adottato, ad oggi, per lo più solo atti e documenti di natura programmatica³¹.

Il regolamento MiCA è parte integrante del c.d. *Digital Finance Package*, un insieme di misure volte a sostenere il potenziale della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, permettendo alle imprese e ai consumatori di trarne vantaggio e attenuando al contempo i rischi che tale fenomeno comporta. Oltre alla MiCAR, il pacchetto comprende anche un regolamento relativo a un regime pilota sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (DLT) (c.d. *DLT Pilot regime*)³² e uno in materia di resilienza operativa digitale

²⁹ Tra i primi commenti alla proposta (anteriormente alla pubblicazione del testo finale), v. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *dirittobancario.it*, 2020; LENER – FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?*, ivi, 2020; CARRIÈRE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, ivi, 2020.

³⁰ Nel prosieguo sarà esaminato il testo pubblicato dopo l’approvazione finale del Consiglio, disponibile al link: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CONSIL:PE_5_4_2022_INIT&qid=1685455057808.

³¹ Nell’ordinamento degli Stati Uniti d’America si segnala l’adozione da parte del Presidente Biden, il 9 marzo 2022, dell’*Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets*. Tra gli obiettivi degli Stati Uniti in materia di *crypto-asset* si segnalano i seguenti (v. *Section 2*): “*protect consumers, investors, and businesses in the United States*” (lett. a); “*protect United States and global financial stability and mitigate systemic risk*” (lett. b); “*mitigate the illicit finance and national security risks posed by misuse of digital assets*” (lett. c).

Nessun intervento rilevante si registra, ancora, nel Regno Unito. Con un comunicato del 1° febbraio 2023, il governo britannico ha annunciato l’adozione di “*ambitious plans to robustly regulate cryptoasset activities, providing confidence and clarity to consumers and businesses*”. Nell’ultimo *Financial Stability Report*, pubblicato a dicembre 2022, la Bank of England ha richiamato la cautela delle istituzioni finanziarie e degli investitori “*until the necessary regulatory regimes are in place*”.

³² Al fine di adeguare l’ordinamento interno al regolamento DLT, è stato emanato il D.L. 17 marzo 2023, n. 25 (“*Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech*”), convertito con modificazioni dalla L. 10 maggio 2023, n. 52. In argomento, v. LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali*, in *dirittobancario.it*, 2023.

(*Digital Operational Resilience Act – DORA*).

Il primo obiettivo di MiCAR è la certezza del diritto, sul presupposto che lo sviluppo in ambito europeo dei mercati delle cripto-attività richiede un quadro giuridico solido che ne definisca chiaramente il trattamento normativo. Tra gli altri obiettivi principali vi è, oltre al sostegno dell'innovazione, quello di garantire, da un lato, livelli adeguati di tutela dei consumatori e degli investitori; e, dall'altro lato, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria.

Il Regolamento stabilisce norme uniformi per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza e informativa per l'emissione, l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività; i requisiti per l'autorizzazione e la vigilanza dei prestatori di servizi per le cripto-attività e degli emittenti di determinate tipologie di *token*; le regole di tutela dei clienti in sede di emissione, di offerta e di prestazione dei servizi; le misure volte a prevenire gli abusi di mercato.

Quanto all'ambito di applicazione, definito nel Titolo I, è fondamentale la precisazione per cui la MiCAR si applica soltanto alle cripto-attività che non rientrano nella nozione di strumenti finanziari (art. 2, comma 4), i quali, ancorché emessi su supporto digitale basato sulla tecnologia DLT (c.d. strumenti finanziari *tokenizzati*, cui già si è fatto cenno), restano soggetti unicamente alla disciplina MiFID. La nozione di "cripto-attività" rilevante ai fini MiCAR ricomprende le rappresentazioni digitali di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analogica (art. 3, comma 1, n. 5).

A livello di tassonomia, la MiCAR distingue tre categorie di *crypto-asset*: i "token collegati ad attività" (*asset-referenced token*), che mirano a mantenere un valore stabile ancorandosi a monete aventi corso legale, a merci o ad altre cripto-attività; i "token di moneta elettronica" (*e-money token*), destinati ad essere utilizzati principalmente come mezzo di pagamento e che mirano alla stabilizzazione del valore ancorandosi a un'unica moneta fiduciaria; infine, le

cripto-attività diverse dalle due precedenti. Quest'ultima rappresenta una categoria ampia e residuale, idonea a ricomprendere – almeno astrattamente – una molteplicità di strumenti³³, tra cui anche i *Bitcoin* e le altre “criptovalute” diverse dagli *stablecoin*.

Come anticipato, un primo ambito di disciplina riguarda l'offerta e la commercializzazione al pubblico di cripto-attività, con regole differenziate a seconda della tipologia di *token*.

L'offerta al pubblico dei *token* collegati ad attività e la richiesta di ammissione degli stessi ad una piattaforma di negoziazione è subordinata – di regola: v. art. 16, comma 2 – ad apposita autorizzazione dell'emittente, da rilasciarsi a cura dell'Autorità competente dello Stato membro di origine, salvo che si tratti di enti creditizi autorizzati (che restano comunque soggetti ai requisiti e agli oneri di cui all'art. 17). Quanto ai *token* di moneta elettronica, la riserva si riferisce ai soggetti autorizzati quali enti creditizi o istituti di moneta elettronica ai sensi della normativa europea.

L'obbligo fondamentale e generalizzato, rivolto agli emittenti di qualsiasi tipologia di *token*, è quello di redigere un documento di offerta sulle cripto-attività (“*White Paper*”), di notificarlo alle Autorità competenti e di provvedere alla sua pubblicazione prima di procedere all'offerta. Nel caso degli *asset-referenced token*, la pubblicazione del *White Paper* è subordinata alla previa approvazione dell'Autorità competente (nell'ambito del processo autorizzativo sopra menzionato), mentre negli altri casi si tratta di mera comunicazione. Qualora il *White Paper* contenga informazioni non corrette, poco chiare o fuorvianti, è previsto espressamente un diritto risarcitorio degli acquirenti delle cripto-attività nei confronti dell'emittente.

Con riferimento ai *token* appartenenti alla categoria residuale, si prevede il

³³ Tra le cripto-attività rientranti nella categoria residuale, disposizioni specifiche sono dettate in relazione agli “*utility token*”, aventi finalità non finanziarie in quanto volti esclusivamente a fornire l'accesso digitale a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente.

diritto di recesso in capo agli acquirenti, esercitabile entro quattordici giorni dall'acquisto, senza costi e senza necessità di motivazione. Si precisa che il diritto di recesso non si applica nei casi in cui le cripto-attività in esame sono ammesse alla negoziazione sulle apposite piattaforme; ciò per l'evidente ragione che, in questo caso, il prezzo delle cripto-attività dipende dalle fluttuazioni di mercato (v. art. 13, comma 4).

È opportuno precisare che l'applicazione delle regole in materia di offerta al pubblico è esclusa in via generale con riferimento ai *crypto-asset* in relazione ai quali non sia individuabile un soggetto emittente, quali – ad esempio – *Bitcoin et similia*³⁴.

Alle norme riguardanti gli emittenti di cripto-attività si aggiungono quelle – di particolare e specifico interesse, ai fini della presente analisi – riguardanti i “fornitori di servizi per le cripto-attività”, contenute all'interno del Titolo V.

Detti servizi sono elencati all'art. 3, comma 1, n. 16, e comprendono (a) la custodia e l'amministrazione di cripto-attività per conto di clienti; (b) la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività; (c) lo scambio di cripto-attività con fondi; (d) lo scambio di cripto-attività con altre cripto-attività; (e) l'esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; (f) il collocamento di cripto-attività; (g) la ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; (h) la prestazione di consulenza sulle cripto-attività; (i) la gestione di portafogli di cripto-attività; (j) i servizi di trasferimento di cripto-attività per conto di clienti.

Si prevede anzitutto che le persone giuridiche che intendano fornire detti servizi a titolo professionale debbano essere appositamente autorizzate

³⁴ Cfr. art. 4, comma 3, lett. b), che espressamente esclude dall'ambito di applicazione delle regole sull'offerta le cripto-attività create automaticamente a titolo di ricompensa per il mantenimento del registro distribuito o la convalida delle operazioni. L'attività in questione è nota con il termine *mining* (“estrazione”) e caratterizza, ad esempio, il sistema dei *Bitcoin*. Essa consiste in un processo di elaborazione che si conclude con l'aggiunta di un nuovo “blocco” crittografico alla catena della *Blockchain*. Parte delle nuove cripto-attività “estrate” viene attribuita a coloro che hanno svolto le operazioni (i c.dd. “*miners*”), quale “riconoscimento” per l'attività svolta.

dall’Autorità competente dello Stato membro in cui hanno la sede legale (artt. 59 e 62). I servizi in parola possono essere forniti anche da soggetti già autorizzati quali enti creditizi, depositari centrali di titoli, imprese di investimento, gestori di mercato, istituti di moneta elettronica, gestori di fondi, previo adempimento degli obblighi di cui all’art. 60; essenzialmente, una previa notifica all’Autorità nazionale competente. Mentre gli enti creditizi possono prestare la generalità dei servizi connessi alle cripto-attività, le imprese di investimento possono prestare unicamente i servizi per le cripto-attività che sono equivalenti ai servizi e alle attività di investimento per i quali sono autorizzate; analogamente, gli altri soggetti possono prestare soltanto quegli specifici servizi connessi al loro particolare ambito di operatività (v. art. 60 per le indicazioni di dettaglio). L’obbligo di autorizzazione non si applica, in ogni caso, qualora i servizi siano prestati da parte di un’impresa di uno Stato terzo su richiesta di un cliente, a fronte di una iniziativa esclusiva di quest’ultimo (art. 61).

Alla necessità di autorizzazione si aggiungono requisiti prudenziali (art. 67) e di *governance* (art. 68).

Quanto alle regole di condotta, in capo alle imprese fornitrici dei servizi è imposto l’obbligo di agire in modo onesto, corretto e professionale, perseguendo il migliore interesse dei loro clienti. È previsto espressamente l’obbligo di fornire ai clienti informazioni corrette, chiare e non fuorvianti e di avvertirli in merito ai rischi associati all’acquisto delle cripto-attività (art. 66). Sono introdotte, in via generale, disposizioni in materia di prevenzione, individuazione, gestione e comunicazione dei conflitti di interesse (art. 72).

Regole specifiche sono poi previste in relazione alla prestazione di specifici servizi per le cripto-attività. In particolare, con riferimento al servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività (art. 75), si prevede che il prestatore sia responsabile nei confronti dei clienti per la perdita degli *asset* o delle relative chiavi di accesso, oggetto di custodia, in caso di incidente a sé attribuibile. La

responsabilità è limitata al valore di mercato delle cripto-attività perse, al momento della perdita (v. comma 8).

Si prevedono, poi, la regola della *best execution* in relazione al servizio di esecuzione di ordini (art. 78); specifici obblighi informativi per il servizio di collocamento (art. 79); norme volte a garantire la tempestiva e corretta ricezione e trasmissione di ordini (art. 80).

Apposite disposizioni sono dettate in relazione alla consulenza sulle cripto-attività e alla gestione di portafogli (art. 81). Si impone anzitutto al fornitore di servizi di valutare la compatibilità delle cripto-attività con le esigenze dei clienti o potenziali clienti. Ai fini di detta valutazione, il prestatore deve richiedere informazioni in merito alle conoscenze e all'esperienza del cliente in materia di investimenti (anche in cripto-attività), ai suoi obiettivi e alla sua situazione finanziaria, compresa la capacità di sostenere perdite, nonché alla comprensione di base dei rischi connessi all'acquisto di cripto-attività. Deve inoltre avvertire i clienti o potenziali clienti che le cripto-attività potrebbero essere soggette a fluttuazioni di valore, non essere liquide e generare perdite totali o parziali.

Il testo originario della proposta di regolamento prevedeva che ove i clienti non fornissero le informazioni richieste, o qualora le conoscenze dichiarate fossero ritenute insufficienti, il prestatore dei servizi dovesse soltanto informare i clienti stessi, trasmettendo un'avvertenza sui rischi associati alle cripto-attività. Il nuovo testo prevede invece, nei casi in cui non siano fornite le informazioni o in cui i prestatori dei servizi ritengano che i servizi o le cripto-attività non siano adeguati al cliente, un obbligo di astensione dal raccomandare tali servizi o cripto attività, o dall'iniziare la gestione del portafoglio. Un altro rilevante elemento novità del nuovo testo consiste, poi, nella previsione di regole specifiche connesse alla consulenza prestata su base indipendente.

Da ultimo, occorre considerare che il sistema delle tutele è completato, a livello più generale, dalle norme relative ai poteri di supervisione e intervento delle

Autorità nazionali competenti, di EBA e di ESMA (Titolo VII).

7. In linea generale, la creazione di un quadro normativo armonizzato per le cripto-attività non può che essere accolta con favore. La rilevanza degli interessi in gioco – dalla riduzione dell’incertezza del diritto, all’esigenza di garanzie a favore dei consumatori, sino alla necessità di evitare rischi sistemici – è tale da rendere sicuramente opportuno un intervento del regolatore, al fine di favorire l’ordine di questi “nuovi” mercati.

Con riferimento al profilo di specifico interesse ai fini del presente contributo, vale a dire le forme di protezione degli investitori, il regolamento MiCA ha indubbiamente il pregio di porre rimedio a un “vuoto di tutela” che caratterizza l’ambito delle cripto-attività non aventi natura di strumenti finanziari. L’introduzione di una disciplina *ad hoc* ha consentito di considerare le specificità derivanti dalla particolare natura di tali prodotti mediante la previsione di regole diversificate, opportunamente graduate a seconda delle diverse tipologie di *token* (o, quanto meno, di quelli allo stato maggiormente diffusi e più rilevanti, anche in termini di potenziali rischi di sistema).

Si ritiene peraltro opportuno un primo tentativo di valutazione in ordine all’effettiva portata, in termini di protezione dell’investitore, delle regole introdotte a livello europeo, tenuto conto dei paradigmi di tutela già noti alla disciplina del mercato finanziario, oggetto di esame nella precedente trattazione.

Quanto alle regole riguardanti l’emissione delle cripto-attività, esse si ricollegano a prassi già esistenti e consolidate nei mercati digitali. Nell’ambito delle *Initial Coin Offerings* (ICOs) è infatti usuale la previa pubblicazione di un *White Paper* relativo alle caratteristiche dei prodotti offerti e al progetto imprenditoriale sottostante. Il regolamento MiCAR, nell’imporre come obbligatorio tale documento informativo, prevede appositi requisiti contenutistici, diversificando il grado di dettaglio a seconda della tipologia di *token*.

Ferma restando la diversa gradazione dell'obbligo informativo, le disposizioni in materia di offerta si sostanziano primariamente in regole di trasparenza e *disclosure*, secondo il modello della disciplina dell'appello al pubblico risparmio (cfr., nel testo unico della finanza, Parte IV, Titolo II, Capo I, *Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita*, artt. 93-bis – 101). Si prevede infatti la pubblicazione di un documento la cui funzione è sostanzialmente analoga a quella di un prospetto informativo, sebbene molto semplificato nei contenuti e, soprattutto, non sempre soggetto alla previa approvazione dell'Autorità di vigilanza (limitata all'ambito degli *asset-referenced token*, ritenuti maggiormente idonei a generare rischi di sistema, attesa la potenziale influenza sulla stabilità della moneta avente corso legale).

All'inadempimento dei doveri di informazione si ricollegano conseguenze in termini di responsabilità civile in capo all'emittente e al suo organo di amministrazione, direzione o controllo. Le concrete caratteristiche dell'azione risarcitoria dipenderanno dal diritto nazionale applicabile, sicché – nell'ordinamento domestico – pare in prospettiva ipotizzabile l'estensione di alcuni dei principî di matrice giurisprudenziale, ormai consolidati, riguardanti la c.d. responsabilità da prospetto.

Se le disposizioni relative all'emissione vanno a regolamentare una prassi già invalsa nel mercato, introducendo una serie di obblighi informativi in sede di offerta, quelle in materia di prestazione di servizi per le cripto-attività nella sostanza intendono estendere agli operatori dei mercati digitali il nucleo fondamentale di regole dettate, per le imprese di investimento, dalla direttiva MiFID³⁵.

L'influenza della normativa del mercato finanziario è evidente nel

³⁵ Cfr. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività*, cit., ove si osserva che il regolamento MiCA “è un nuovo, chiaro esempio di quanto sia forte l'influenza degli standard normativi tratti dalla direttiva MiFID, in uno con la capacità di influenzare la struttura delle norme applicabili nei diversi settori”.

regolamento MiCA, sin dall'elencazione dei servizi correlati ai *crypto-asset*, in parte sovrapponibile a quella dei servizi e attività di investimento previsti dalla MiFID.

Quanto alla riduzione delle asimmetrie informative (riconducibile al primo "archetipo" di tutela dell'investitore, secondo la classificazione qui adottata), una significativa differenza consiste nel fatto che non è stata prevista in via generale la previa stipulazione di un contratto relativo alla prestazione dei servizi relativi alle cripto-attività³⁶, sulla falsariga del contratto quadro che, nella prestazione dei servizi di investimento, contiene i termini e le condizioni di svolgimento dei servizi medesimi e rappresenta lo strumento di formalizzazione dell'informativa negoziale.

Per quanto attiene alle regole di condotta dei prestatori di servizi (rientranti nel secondo paradigma di tutela), gli obblighi generali di comportamento – correttezza, perseguimento dell'interesse del cliente, etc. – riecheggiano sempre quelli previsti a carico degli intermediari del mercato mobiliare.

Tra le norme di condotta riferite alla prestazione di servizi specifici, di particolare rilievo appaiono quelle in materia di consulenza sulle cripto-attività e gestione di portafogli. Il regolatore impone una vera e propria "profilatura" della clientela, prevedendo che il prestatore debba acquisire dal cliente informazioni legate non solo alla conoscenza ed esperienza in materia di *crypto-asset*, ma anche alla sua capacità finanziaria e alla tolleranza alle perdite. Un flusso informativo, quindi, modellato su quello richiesto dalla MiFID in relazione al servizio di consulenza in materia di investimenti, ai fini dell'applicazione della regola di adeguatezza.

Come sopra accennato, quanto alla fase esecutiva il testo originario della

³⁶ L'obbligo di stipulazione di un previo accordo con appositi requisiti contenutistici, che stabilisca obblighi e responsabilità delle parti, è previsto da MiCAR solo in relazione a servizi specifici (segnatamente, la custodia e l'amministrazione di cripto-attività e i servizi di trasferimento di cripto-attività).

proposta MiCAR si discostava dalla disciplina MiFID sull'adeguatezza, prevedendo – in caso di operazioni potenzialmente inadeguate – unicamente un dovere di informativa a carico del prestatore dei servizi, senza obbligo di astensione; secondo uno schema, quindi, simile a quello – meno incisivo – proprio della regola di appropriatezza. Questa opzione era forse frutto di valutazioni iniziali in ordine a una minor rilevanza sistemica delle operazioni in cripto-attività rispetto a quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari, con conseguente affievolimento dell'interesse generale correlato alla tutela individuale. Invece, come si è detto, il nuovo testo prevede che, in caso di inadeguatezza delle cripto-attività rispetto al profilo del cliente, il prestatore dei servizi debba astenersi dal raccomandarle o dal porre in essere la gestione. Trattasi di una scelta che avvicina maggiormente la regola di condotta a quella propria della MiFID, in un'ottica di rafforzamento della tutela, forse dettata da una nuova e diversa valutazione degli interessi in gioco.

Una differenza non di poco conto rispetto al regime MiFID, che permane anche nel nuovo testo, deriva dalla scelta di non dettare regole diversificate per i clienti al dettaglio, da un lato, e per i clienti professionali, dall'altro.

Non stupisce, invece, che il regolamento MiCA non preveda specifiche regole ascrivibili al modello di tutela *ex ante* che connota la disciplina in materia di *product governance* dei prodotti finanziari. L'assenza sembra potersi agevolmente spiegare, in prima battuta, in considerazione della complessità tecnica e della variegata configurazione dei *crypto-asset* e, soprattutto, della difficoltà – in alcuni casi, impossibilità – di individuare con precisione un soggetto “produttore”, talvolta sostituito da algoritmi riconducibili a ignoti sviluppatori, come nel caso paradigmatico dei *Bitcoin*. Da altro angolo visuale, il motivo di fondo potrebbe essere individuato in considerazione dell'elevato grado di sofisticatezza e dettaglio di un insieme di regole quali quelle di governo del prodotto, rispetto a una disciplina ancora pionieristica e di “frontiera”.

Il regolatore europeo non ha peraltro mancato di cogliere le peculiarità del

mercato digitale, introducendo regole specifiche riguardanti la gestione delle piattaforme di negoziazione (servizio svolto dagli *exchange* di *crypto-asset*) e la custodia e l'amministrazione di cripto-attività (riconducibile all'operatività dei *wallet service provider*). Particolare rilievo paiono rivestire le regole riguardanti l'attività di custodia degli strumenti di pertinenza della clientela, che allo stato risulta essere tra quelle connotate dalle maggiori criticità in termini di esposizione ad attacchi informatici, al rischio di frodi e, in ultima analisi, di perdite a carico dei detentori di *crypto-asset*.

Infine, non può non essere sottolineata in senso positivo la riserva di attività prevista in relazione alla prestazione dei servizi per le cripto-attività, al fine di consentirne lo svolgimento solo da parte di soggetti qualificati e adeguatamente organizzati. Parimenti opportuna appare la previsione di specifici requisiti prudenziali; così come l'attribuzione di poteri di supervisione, di controllo e di intervento e sanzionatori alle competenti Autorità di vigilanza.

8. Le considerazioni che precedono consentono di avviarsi verso una riflessione conclusiva su un piano più generale. Come si è visto, la progressiva introduzione, nel tempo, di nuove forme di tutela per i clienti nel mercato finanziario si è imposta – da un lato – quale risposta alla crisi di inizio millennio, che ha fatto emergere l'insufficienza dei presidi giuridici allora in essere; e – dall'altro lato – quale recepimento, sul piano normativo, della consapevolezza in ordine ai limiti tecnico-cognitivi della clientela *retail*, che impediscono il realizzarsi di una contrattazione su base razionale e la conseguente massimizzazione dell'efficienza allocativa del mercato.

L'introduzione di nuovi paradigmi di tutela, basati sul rafforzamento degli obblighi di condotta gravanti sugli intermediari, ha garantito un livello avanzato di protezione per gli investitori. In questa situazione, le "nuove frontiere" della tutela vanno a collocarsi all'interno di mercati diversi da quello degli strumenti finanziari.

In tale contesto emerge chiaramente, in primo luogo, l'esigenza di consapevolezza in ordine ai rischi connessi all'acquisto e alla detenzione delle c.dd. criptovalute, sempre più utilizzate quale forma di speculazione particolarmente azzardata, considerate le relevantissime ed imprevedibili fluttuazioni del relativo valore. In secondo luogo, si rendono opportune regole di trasparenza informativa e di controllo nell'ambito delle nuove forme di raccolta e finanziamento delle imprese realizzate mediante l'emissione di *token* in favore dei sottoscrittori, secondo lo schema della *Initial Coin Offering*.

Il regolamento MiCA, pur rappresentando un primo, significativo passo in avanti nell'ottica di superamento di un contesto di profonda incertezza del diritto, porta peraltro con sé alcune perplessità, connesse alla costante evoluzione del fenomeno che intende regolare, che procede di pari passo con l'innovazione tecnologica. Invero, l'ambito applicativo di MiCAR non comprende tutti i prodotti attualmente diffusi nei mercati digitali; in particolare, sono esclusi i *crypto-asset* unici e infungibili (NFT) (cfr. art. 2, comma 3). Non è da escludere, poi, che possano profilarsi all'orizzonte lacune normative di tipo sopravvenuto, considerata la rapidità dei mutamenti della tecnologia sottostante alle cripto-attività e la frequenza nell'offerta di prodotti con caratteristiche nuove. Risulta così evidente il limite connaturato a una legislazione che, pur ispirata al principio della neutralità tecnologica, deve confrontarsi con una realtà notevolmente complessa e dinamica, difficile da catturare (e trattenere) nelle maglie della regolazione.

Sotto il profilo della tutela dell'investitore, dall'esame del regolamento MiCAR emerge come il paradigma cui il legislatore europeo ha fatto maggiormente ricorso sia quello improntato alla trasparenza e agli obblighi informativi, senza tuttavia rinunciare alla previsione di specifiche regole di condotta dei prestatori dei servizi, in massima parte ispirate al modello MiFID.

Se tali regole potranno contribuire a favorire la consapevolezza degli investitori in ordine ai rischi connessi alle cripto-attività e a offrire forme di tutela

ai clienti che decidano di rivolgersi alle imprese autorizzate per la fornitura di servizi, resta il fatto che gli acquisti di *crypto-asset* con finalità di investimento restano per loro natura altamente speculativi e, come tali, inadeguati per la maggior parte dei consumatori. La rapida evoluzione del fenomeno dei mercati digitali potrà forse indurre, in prospettiva futura, a nuove valutazioni degli interessi in gioco e all'introduzione di forme di intervento più incisive, anche in relazione a un possibile incremento delle interconnessioni tra le cripto-attività e il sistema finanziario. In tale contesto, i regolatori e le Autorità di vigilanza sono chiamati a svolgere un compito particolarmente delicato e complesso, al fine di operare un adeguato bilanciamento tra il supporto ai processi di digitalizzazione e innovazione, in virtù delle rilevanti opportunità a essi correlate, e la tutela degli investitori.

Tali considerazioni inducono da ultimo a riflettere, in un'ottica di sistema, sul rapporto tra i due obiettivi perseguiti dalla regolazione eurounitaria dei mercati, vale a dire la stabilità di questi ultimi e la tutela dei singoli clienti; e, soprattutto, su come e quanto la maggiore intensità del primo obiettivo si rifletta sul secondo, secondo una logica di interdipendenza. In altri termini, parrebbe possibile affermare che quanto più forte è l'esigenza di stabilità di un determinato mercato, e quanto più seri sono i rischi di sistema ad esso sottesi, tanto più vigorose saranno le forme di tutela individuale della clientela predisposte dal regolatore. Il tutto secondo una logica ispirata al principio di proporzionalità, che, come noto, assurge a criterio generale in relazione alle scelte normative assunte a livello europeo.

Samuele Giuliani

I CREDITI DETERIORATI: DALLA GENESI ALLA DISMISSIONE.

LA GACS: OPERATIVITÀ E PROSPETTIVE *

(Non-performing exposures: from genesis to disposal.

GACS: functioning and prospects)

ABSTRACT: *This article addresses the issue of non-performing loans in the balance sheets of banks. The financial crises of this century have engendered credit risks, to which banks are obviously exposed, due to the difficulty encountered by borrowers in complying with their repayment obligations towards banks. This has resulted in an exponential increase in non-performing loans within credit institutions.*

As banks are required to abide by strict capital adequacy criteria, such circumstance leads to a stalemate in terms of credit-granting activity. This consequently hampers the operations of small and medium-sized enterprises, which are at the core of our country's economic fabric.

To tackle this problem, various techniques for disposing of non-performing loans have been studied and implemented: these techniques allow banks to ease the existing burden on their balance sheets, in compliance with the strict capital adequacy criteria set forth by the Basel Framework. Additionally, the Guarantee on Securitisation of Non-Performing Loans (GACS) has been introduced by Italian legislation: under this scheme, the Ministry of Economy and Finance guarantees senior bonds issued in the framework of non-performing loan securitisation transactions.

These measures enable banks to resume their credit-granting activities, benefitting not only the banks themselves, but also families and, in particular, small and medium-sized enterprises, which are at the heart of the Italian economy.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

SOMMARIO: 1. La genesi dei crediti deteriorati. – 2. Il *genus* dei crediti deteriorati. – 2.1. *Non performing loans* (NPL). – 2.2. *Unlikely to pay* (UTP). – 3. La problematica dei crediti deteriorati. – 4. Le tecniche di dismissione dei crediti deteriorati. – 4.1. La cartolarizzazione dei crediti ai sensi della legge n. 130 del 1999. – 4.2. La costituzione di fondi NPL e UTP. – 4.3. La cessione alle c.d. *Asset Management Companies*. – 5. La Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): *ratio* e disciplina. – 5.1 Verso il rinnovo della GACS?

1. Le crisi finanziarie di questo secolo hanno lasciato, quale pesante eredità, l'esponentiale incremento delle posizioni deteriorate esistenti presso gli enti creditizi.

La duplice fase recessiva che ha interessato il nostro Paese tra il 2008 e il 2014 ha comportato una difficoltà, e a volte una vera e propria incapacità, degli operatori economici di far fronte agli impegni assunti nei confronti degli appartenenti al comparto bancario.

Come evidenzia uno studio della Banca d'Italia¹, se il sistema è stato in grado di sostenere la recessione degli anni 2008 e 2009, causata dal collasso dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e dalla vendita di strumenti finanziari tossici in Europa², la situazione ha subito un forte aggravamento con la ravvicinata crisi dei debiti sovrani, iniziata nella seconda metà del 2011.

Nell'ambito di un contesto economico così delineato, è cronaca di questi tempi rilevare come eventi di carattere imprevedibile ed eccezionale, quali la pandemia da Covid-19 e la guerra in Ucraina, stiano comportando *“un'exasperazione del cupo clima di ristrettezze economiche che lascia intravedere*

¹ Cfr. BANCA D'ITALIA, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario Italiano*, reperibile su https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/NPL_stampabile.pdf.

² Ad attenuare il contagio della crisi d'oltreoceano ha contribuito il fatto che le banche italiane non avevano una significativa esposizione verso tali prodotti. La situazione generale di crisi, tuttavia, aveva comunque comportato un aumento del tasso di formazione di nuovi crediti deteriorati e un'ulteriore crescita della loro consistenza.

*nuove povertà, più ampie disuguaglianze, crescenti difficoltà di vita*³.

Molti studiosi rilevano che si determinerà con alta probabilità un copioso aumento delle masse deteriorate presso gli operatori bancari, stanti le difficoltà che la clientela, in un siffatto clima economico, incontrerà nell'estinguere le proprie posizioni debitorie.

2. Dall'esperienza maturata in occasione delle menzionate crisi finanziarie è sorta la consapevolezza della necessità di individuare dei criteri comuni per la classificazione delle posizioni in sofferenza. Tale momento di uniformizzazione è, infatti, fondamentale per raggiungere un controllo del fenomeno dei crediti deteriorati che consenta di intercettare le criticità e gestirne l'andamento, sì da non compromettere l'operatività delle banche.

A tal riguardo si distinguono le categorie dei *non performing loans* (NPL) e degli *unlikely to pay* (UTP).

2.1 Gli sforzi di dare un quadro definitorio ai *non performing loans* si rinvergono in primo luogo negli interventi regolamentari della Banca d'Italia e delle autorità di supervisione europee.

La banca centrale italiana ha attribuito rilievo alla materia ai fini della valutazione della "Qualità del credito" nella Circolare n. 272 del 30 luglio 2008, dedicata alla "Matrice dei Conti". Nella sua formulazione attuale è dato leggere "*Si definiscono esposizioni creditizie "deteriorate" le esposizioni creditizie per cassa [...] e "fuori bilancio" [...] verso debitori che ricadono nella categoria "Non-performing" ai sensi del Regolamento 630/2019 che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 e del Regolamento di esecuzione (UE) n. 451/2021 della Commissione, e successive*

³ CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Gennaio/Marzo 2021, reperibile su <https://rivista.dirittobancario.it/il-covid-19-e-la-fatica-sa-ricerca-di-nuovi-paradigmi-operativi>, l'Autore si esprime con queste parole nel 2021 con riferimento al solo evento della pandemia da Covid-19.

modificazioni e integrazioni”⁴.

Come già può evincersi dalla definizione appena richiamata, sono poi molteplici i provvedimenti normativi adottati in materia dalle autorità europee e, tra essi, gli appena citati Regolamento n. 575/2013 (c.d. CRR), successivamente modificato dalla Commissione UE con Regolamento n. 630/2019, e Regolamento della stessa Commissione UE n. 451/2021.

Nell’ambito del quadro regolamentare europeo devono poi aggiungersi degli specifici interventi della *European Banking Authority* (EBA) e della Banca Centrale Europea (BCE).

Di particolare importanza ai fini della formazione della definizione unitaria di NPL sono state le norme tecniche per la segnalazione dei crediti deteriorati emanate dall’EBA nel luglio del 2014. È in esse, infatti, che si rinviene la definizione c.d. armonizzata di crediti deteriorati come posizioni in sofferenza superiori ai 90 giorni (criterio “*past due*”) laddove il debitore sia ritenuto insolvente nel rimborso delle garanzie prestate⁵.

Al documento dell’EBA hanno fatto poi seguito le linee guida sulla gestione degli NPL emanate dalla Banca Centrale Europea nel 2017 che sono destinate agli enti *significant* e finalizzate all’implementazione di criteri di valutazione delle garanzie emesse dalle banche⁶.

Deve poi sottolinearsi come gli NPL siano considerati tra “le informazioni di carattere generale sul rischio di credito” previste dal Comitato di Basilea. La

⁴ BANCA D’ITALIA, Circolare n. 272 del luglio 2008, 16° Aggiornamento del 2 novembre 2022, reperibile su https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c272/CIRC272_16agg.pdf.

⁵ Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *FINAL draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*, July 2014, reperibile su <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/449824/a55b9933-be43-4cae-b872-9184c90135b9/EBA-ITS-2013-03%20Final%20draft%20ITS%20on%20Forbearance%20and%20Non-performing%20exposure.s.pdf?retry=1>.

⁶ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Guidance to banks on non-performing loans*, reperibile su https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.en.pdf.

presenza di esposizioni deteriorate, infatti, incide sull'esposizione creditizia complessiva e, conseguentemente, sui metodi di misurazione dei requisiti patrimoniali ai fini della soddisfazione dei parametri di adeguatezza patrimoniale da parte degli operatori bancari⁷.

Dal 1° gennaio 2021 è entrata in vigore la nuova definizione di *default*, prevista dal Regolamento europeo n. 575/2013 in materia di requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (c.d. CRR). A norma dell'art. 178 del menzionato Regolamento, ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali minimi obbligatori per le banche e gli intermediari finanziari, i debitori sono classificati come deteriorati al ricorrere di almeno una delle seguenti condizioni:

- a) il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni (o in alcuni casi, ad esempio per le amministrazioni pubbliche, 180) nel pagamento di un'obbligazione *rilevante*⁸;
- b) la banca giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni, quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alla sua obbligazione (*unlikelihood to pay*).

Come evidente, tale criterio risulta di fondamentale importanza anche per l'individuazione di crediti che, sebbene non possano essere classificati come *non performing*, presentino con riguardo alla loro recuperabilità dei profili di criticità (UTP).

2.2 A fronte del complesso normativo costituitosi in materia di NPL non corrisponde un'analogia produzione regolamentare per le inadempienze probabili.

⁷ Cfr. COMITATO DI BASILEA, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, giugno 2004, p. 160, tabella 4.

⁸ Il Regolamento Delegato (UE) n. 171/2018 della Commissione europea del 19 ottobre 2017, come attuato nella normativa nazionale, stabilisce che un'esposizione creditizia scaduta va considerata rilevante quando l'ammontare dell'arretrato supera entrambe le seguenti soglie: (i) 100 Euro per le esposizioni al dettaglio e 500 Euro per le esposizioni diverse da quelle al dettaglio (soglia assoluta); e (ii) 1% dell'esposizione complessiva verso una controparte (soglia relativa).

Le ragioni della mancanza di una compiuta regolazione delle stesse devono probabilmente rinvenirsi nel ritardo con cui è stato percepito il rischio connesso alla presenza di posizioni UTP nei bilanci delle banche⁹.

In termini generali, gli *unlikely to pay* sono esposizioni creditizie per le quali una banca valuta come improbabile l'ipotesi che il cliente adempia integralmente al proprio debito.

Nell'ordinamento italiano gli UTP sono definiti nella già richiamata Circolare della Banca d'Italia "Matrice dei Conti" solo con il 10° Aggiornamento del 28 dicembre 2017 che precisa come *"la classificazione in tale categoria è, innanzitutto, il risultato del giudizio della banca circa l'improbabilità che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie. Tale valutazione va operata in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati"*¹⁰.

Estendendo lo sguardo a livello europeo, nelle disposizioni emanate dall'EBA per la segnalazione dei crediti in sofferenza è dato evincere che gli UTP si pongono come una sottocategoria delle *non performing exposures* e si qualificano per un mero dato temporale. È, quindi, *unlikely to pay* il credito che la banca ritenga di improbabile incasso per cui, considerando la capacità di rimborso del debitore e prescindendo dalla presenza di scadenze e/o insoluti, l'intermediario reputi necessaria l'escussione delle garanzie¹¹.

Dalle definizioni italiana ed europea si comprende come la valutazione della probabilità dell'inadempienza sia rimessa al singolo operatore bancario in termini

⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, II, supplemento n. 2, p. 8.

¹⁰ BANCA D'ITALIA, Circolare n. 272 del luglio 2008, cit.

¹¹ Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *FINAL draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*, July 2014, "For the purpose of template 18, non-performing exposures are those that satisfy either or both of the following criteria: (a) material exposures which are more than 90 days past-due; (b) the debtor is assessed as unlikely to pay its credit obligations in full without realisation of collateral, regardless of the existence of any past-due amount or of the number of days past due".

certamente più discrezionali rispetto agli NPL.

3. La problematica dei crediti deteriorati è strettamente connessa alla previsione degli obblighi in capo agli operatori bancari di rispettare gli stringenti *standards* di adeguatezza patrimoniale previsti dalle regole di Basilea. In particolare, la presenza di crediti *non performing* in bilancio comporta per le banche una riduzione della capacità di erogare finanziamenti con inevitabili conseguenze negative anche sugli operatori dell'economia reale che, privati della fonte di finanziamento, a loro volta si vedono costretti a restringere la propria operatività alimentando così il circolo vizioso innescato¹².

Si può dunque comprendere come, nella realtà finanziaria odierna, gli strumenti di dismissione dei crediti deteriorati rappresentino una risorsa "salvavita" che consente la continuità operativa e remunerativa dell'attività di erogazione di finanziamenti e permette così lo sviluppo dell'economia reale che, quantomeno nell'esperienza italiana, si sostiene grazie ai mezzi finanziari provenienti soprattutto dagli operatori del settore bancario.

In termini generali, in presenza di una consistente massa di crediti deteriorati la banca può decidere di mantenere gli stessi in bilancio ovvero procedere con diversi strumenti giuridici alla cessione di questi sul mercato.

La strategia da individuare non è rimessa esclusivamente alla discrezionalità della banca. Quella dei crediti deteriorati è, infatti, una tematica sensibilmente attenzionata dalle autorità di vigilanza che sono consapevoli di quanto la presenza di tali masse possa influire in modo rilevante sulla solidità delle banche¹³.

¹² Cfr. *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario italiano - Domande e risposte*, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html#faq8761-1>, in cui si rileva che "Un elevato stock di crediti deteriorati tende ad avere conseguenze negative per le singole banche, sotto forma di compressione degli utili e minore capacità di raccogliere nuove risorse sul mercato. Se il problema è generalizzato all'intero sistema bancario esso potrebbe generare malfunzionamenti nel meccanismo di allocazione del credito".

¹³ V. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 4, l'Autore rileva che, anche in considerazione delle conseguenze sistemiche che possono derivare, gli organi della supervisione

Più in dettaglio, l'attività di vigilanza che viene svolta ogni anno per ciascuna banca – nell'ambito del *supervisory review and evaluation process* (SREP) – pone una particolare attenzione al livello degli NPL detenuti dall'ente e all'idoneità delle strategie, strutture di *governance* e processi che le banche predispongono per far fronte in modo adeguato alla questione¹⁴.

4. La presenza di crediti deteriorati incide in modo diverso in ciascuna banca. Occorre, infatti, considerare che ciascun operatore per caratteristiche, vuoi dimensionali vuoi qualitative, ha una differente capacità di affrontare il problema. Si spiega così la necessaria diversificazione delle strategie che le banche italiane, mediante un'azione sinergica con le autorità di vigilanza, pongono in essere per ridurre l'incidenza delle posizioni deteriorate.

Nelle Linee Guida emanate dalla Banca d'Italia nel 2018, l'autorità di vigilanza si rivolge agli enti creditizi richiedendo agli stessi di dotarsi di strategie di gestione dei crediti *non performing*, ammettendo così la possibilità di ricorrere a strumenti molteplici al fine di porre rimedio all'irrigidimento dell'operatività delle banche che le masse deteriorate producono come conseguenza¹⁵.

In questa sede si prendono in considerazione tre tecniche di dismissione dei crediti deteriorati: la cartolarizzazione ai sensi della legge 130 del 1999, la costituzione di fondi di investimento NPL e UTP e la cessione alle c.d. *Asset*

operano seguendo un duplice binario: da un lato suggeriscono alle banche l'opportunità di procedere alla cessione delle posizioni deteriorate, dall'altro adottano delle misure prudenziali più stringenti e, tra queste, l'imposizione di consistenti rettifiche di valore dell'ammontare lordo del credito deteriorato.

¹⁴ V. *I crediti deteriorati*, reperibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/npl/html/index.it.html>.

¹⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*, 2018, p. 3, ove l'Autorità di settore precisa che “la Vigilanza si attende che le strategie prevedano obiettivi di riduzione significativa degli NPL, realistici nella loro quantificazione e sostenuti da coerenti programmi realizzativi. Ciò non comporta necessariamente una riduzione indiscriminata e immediata. Ci si attende che le banche adottino una politica consapevole e attiva di gestione dei crediti deteriorati; le strategie adottate devono pertanto essere supportate da solide analisi quantitative, che, tenendo conto del contesto aziendale, evidenzino i vantaggi e gli svantaggi tra le possibili alternative”.

Management Companies (AMCs).

4.1 Il ricorso allo strumento della cartolarizzazione di crediti deteriorati, come è stato autorevolmente rilevato, costituisce un “*importante canale di [...] mobilitazione dell’attivo, di ripartizione più ampia del rischio all’interno del sistema finanziario*”¹⁶.

Questa strategia costituisce una tecnica ampiamente utilizzata dagli intermediari bancari al fine di arginare il drenaggio alla propria operatività causato dalla presenza di crediti deteriorati in bilancio. Tale strumento, infatti, assume centralità ai fini dell’acquisizione di liquidità da parte delle banche mediante lo smobilizzo dell’attivo di bilancio costituito dai crediti *non performing*.

Il particolare *favor* mostrato dal legislatore europeo verso cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate¹⁷ ha incentivato il ricorso a tale tecnica di finanza, che è stato agevolato dalla possibilità di ricorrere a garanzie a tutela del rischio di perdite rilasciate da soggetti terzi (come ad esempio i confidi) ovvero dal MEF attraverso la Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS), introdotta con la legge n. 49 del 2016.

Al fine di favorire forme di “alleggerimento” dei bilanci delle banche, con la legge n. 96 del 2017 il legislatore ha apportato alcune rilevanti modifiche alla legge n. 130 del 1999. Sono state così ampliate le possibilità operative delle società di cartolarizzazione, consentendo alle stesse di intervenire per recuperare posizioni che si trovano in una situazione di crisi temporanea.

Si è, in tal modo, legittimato il ricorso allo strumento delle cartolarizzazioni

¹⁶ PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi e opportunità*, intervento al convegno AIAF, Milano, 9 novembre 2017, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/pilati-09112017.pdf>, p. 4.

¹⁷ Il Regolamento (UE) n. 2402/2017 (c.d. *European Securitisation Regulation*) prevede un quadro specifico per cartolarizzazioni “semplici, trasparenti e standardizzate” e dispone obblighi in capo agli operatori con la finalità di evitare un utilizzo distorto delle cartolarizzazioni che, come la storia insegna, può provocare gravi danni all’interno del mercato.

per l'acquisizione di crediti UTP. A ben vedere, come rilevato da autorevole dottrina, l'utilizzo di questa tecnica di dismissione potrebbe celare il "*pericolo di trasferire i rischi a coloro che sottoscrivono le tranche emesse dalle società [...] (di cartolarizzazione)*"¹⁸.

Risulta così del tutto evidente come l'assunzione di un senso di responsabilità da parte degli operatori del settore, unitamente a un'azione sinergica con le autorità di supervisione, costituisca il presupposto indefettibile affinché lo strumento in esame possa essere utilizzato con fini di supporto all'economia finanziaria e reale. Deve dunque evitarsi di ricorrere alla cartolarizzazione facendone un uso distorto che, in una prospettiva "miope", punti a risolvere il problema imminente della dismissione dei crediti deteriorati dai bilanci delle banche mediante la mera traslazione del rischio di *default* sui sottoscrittori delle note.

In una simile prospettiva emerge con estrema evidenza che lo svolgimento di un'attenta *due diligence* sui crediti oggetto di cessione costituisce un momento di importanza imprescindibile affinché l'operazione si svolga nel pieno rispetto del principio della "sana e prudente gestione".

Sulla scia riformatrice già menzionata, si colloca altresì l'intervento di modifica della legge n. 130 del 1999 ad opera dell'art. 23 del decreto legge 30 aprile 2019, n. 34 (c.d. Decreto Crescita) convertito nella legge n. 58 del 2019. Anche in questo caso il legislatore, nel generale atteggiamento di *favor* verso la cartolarizzazione degli *unlikely to pay*, introduce delle innovazioni normative volte a facilitare la cessione delle inadempienze probabili derivanti da aperture di credito.

Con questa novità legislativa è stata attribuita alla banca cedente, che mantiene i conti correnti associati alle aperture di credito, la possibilità di trasferire ad altra banca o intermediario finanziario gli impegni e/o la facoltà di effettuare le erogazioni derivanti dai contratti stipulati. Da tale previsione si nota che, per un

¹⁸ CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 29.

verso, sta maturando la consapevolezza dei rischi insiti nelle posizioni UTP che appesantiscono (o appesantiranno nel breve termine) i bilanci delle banche; per altro verso, il legislatore mostra un'evidente sensibilità nei confronti della posizione dei debitori dei crediti ceduti, consentendo che nelle operazioni di cessione di crediti UTP sia garantita la possibilità di mantenere gli obblighi di erogazione in favore del debitore ceduto.

4.2 Un ulteriore strumento di successo per l'alleggerimento dei bilanci delle banche è poi rappresentato dalla costituzione di fondi NPL e UTP. Si tratta di una modalità di smobilizzo dei crediti *non performing* che certamente condivide con la cartolarizzazione la finalità di ridurre la massa deteriorata dell'attivo delle banche, ma assume proprie specificità sia sotto il profilo della valorizzazione del credito sia sotto il profilo procedurale.

La conservazione del valore del credito che si realizza mediante l'apporto in fondi UTP e NPL costituisce, infatti, un punto nodale, poiché consente alle banche di non rimanere ancorate all'originaria valutazione della posta, ma di valorizzarla anche in considerazione delle attività di incassi e reinvestimenti realizzate dal gestore del fondo¹⁹. Tale evenienza è resa possibile dal fatto che non devono essere soddisfatti investitori che operano con finalità speculative e, dunque, si possono *“evitare valutazioni che, sul piano delle concretezze, imputino ai soggetti cedenti l'onere di sostenere le aspettative di guadagno atteso”*²⁰.

Si tende, quindi, a realizzare per questa via un allineamento ai criteri di

¹⁹ Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP, verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, II, supplemento n. 2, pp. 182 ss. ove l'Autore precisa che la caratteristica specifica delle operazioni di apporto è *“un'immediata mutazione dei profili di rischio dell'insieme che fa capo alla banca; non v'è dubbio che, rispetto alla posta originaria (i.e. le voci non performing), quel che la banca ottiene è uno strumento finanziario (i.e. la quota del FIA). Quest'ultimo, se per un verso, presenta un valore iniziale misurato dalla valorizzazione della predetta posta, dall'altro rappresenta una percentuale di partecipazione ad un patrimonio di crediti di diversa e variegata origine, destinato a mutare nel tempo”*.

²⁰ CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 35.

adeguatezza patrimoniale fissati dalle regole di Basilea che mira a “riabilitare” la banca nella sua operatività con benefiche conseguenze anche sul piano di ripresa dell’economia reale.

Sotto un profilo sistematico, i fondi NPL e UTP sono qualificabili come OICR ad *apporto*, in essi infatti le banche conferiscono crediti *non performing* assumendo così la qualità di partecipanti al patrimonio del fondo²¹. Si viene, per questa via, a realizzare una sorta di riqualificazione dell’attivo che, originariamente costituito dalle masse deteriorate, si “trasforma”²² in un investimento rappresentato da strumenti finanziari e ponderato sulla base del valore che il gestore sarà in grado di recuperare dagli stessi e dagli altri beni o crediti oggetto del patrimonio del fondo²³.

Il punto di forza dei fondi ad apporto è costituito dalla forma procedurale che è semplice e trasparente e consente di realizzare, ove il fondo sia adeguatamente gestito, ottimi risultati di recupero dei crediti.

L’ulteriore vantaggio per le banche nel ricorrere alla costituzione di fondi di credito è costituito, allo stato, dalla presenza di una normativa che non “ingessa” le fasi di costituzione e operatività dell’OICR che rimane in ampia parte demandata all’autonomia negoziale degli operatori e si esprime nel regolamento del fondo.

La disciplina applicabile alla materia si rinviene, in recepimento della direttiva 2011/61/UE (“*Alternative Investment Fund Managers Directive*” c.d. AIFMD), nel complesso dispositivo contenuto nel capo II del titolo terzo del Testo Unico della Finanza (d. lgs. n. 58 del 1998), cui devono aggiungersi provvedimenti relativi alla normativa di carattere secondario sugli OICR italiani e la gestione collettiva del risparmio, contenuti nel decreto MEF del 5 marzo 2015 e nel

²¹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e impresa*, 2018, pp. 665 ss.

²² Più tecnicamente, le banche sono tenute a conformarsi alle disposizioni dei principi contabili internazionali IAS/IFRS in applicazione dei quali devono operare un’eliminazione contabile dei crediti trasferiti (c.d. *derecognition*) e un’iscrizione in bilancio della quota di fondo sottoscritta.

²³ Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP, verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, cit., p. 181.

provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Dal punto di vista strutturale, la tipologia che meglio si confà alle finalità che ci occupano è quella degli OICR chiusi²⁴. Si tratta, infatti, di fondi rispetto ai quali non è previsto per il partecipante il diritto di ottenere il rimborso della quota prima della scadenza del fondo, sebbene il gestore abbia comunque facoltà di effettuare rimborsi in via anticipata.

Con riguardo allo schema operativo del fondo ad apporto, lo stesso presenta un carattere dinamico e, come anticipato, vede nella sua fase genetica la cessione di crediti deteriorati che vanno così a formare l'originario nucleo patrimoniale che sarà oggetto della gestione. La fase iniziale di attività del fondo si sostanzia in un recupero di una parte significativa del valore dei crediti riconosciuto in sede di cessione che, per solito, si realizza mediante l'escussione delle garanzie reali e immobiliari che assistono i crediti. Con la liquidità così generata il gestore procede, nella fase successiva, a porre in essere operazioni di reinvestimento su nuovi crediti *non performig* sul mercato²⁵.

In letteratura e nella pratica degli operatori del settore si registra un crescente interesse rispetto ai fondi NPL e UTP. Tale soluzione consente, infatti, di ottenere nell'immediato la "pulizia" dei bilanci derivante dalla cancellazione del deteriorato, senza rinunciare al rendimento della quota del fondo che si genera dall'attività di investimento e disinvestimento posta in essere dal gestore. Si trasforma, per questa via, una situazione statica e stagnante in un'opportunità che crea valore sia per la banca, che può reimmettersi nel mercato mediante l'offerta di credito, sia per l'economia reale il cui tessuto in Italia è sostenuto dalle piccole e medie imprese che, proprio grazie al credito concesso, sono in grado di dare nuovo vigore al mercato.

La dottrina più lungimirante non manca di rilevare che tale processo

²⁴ A norma dell'art. 10, c. 1, del Decreto MEF n. 30 del 2015 devono essere istituiti in forma chiusa i FIA italiani che investono il proprio patrimonio in crediti (art. 4, comma 1, lett. e).

²⁵ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 35.

presenta il rischio di dispersione del patrimonio informativo della banca cedente che, meglio di qualunque nuovo titolare del credito, ha la sensibilità per comprendere quali “*imprese in difficoltà abbiano concrete possibilità di tornare ad onorare regolarmente i propri debiti*”. Secondo questa prospettiva, l’auspicio è quello di veder sviluppare strumenti e modalità operative che consentano, insieme alla cessione del credito, anche la cessione del patrimonio informativo che lo accompagna²⁶.

4.3 Un’ulteriore via praticabile per la cancellazione dei crediti deteriorati dai bilanci delle banche è costituita dalla cessione delle masse *non performing* alle c.d. *Asset Management Companies* (AMCs), ovvero società di gestione del patrimonio, comunemente chiamate *bad banks*.

Attraverso il trasferimento del portafoglio di attività deteriorate, a fronte di un prezzo di acquisto, la AMC subentra nella posizione creditoria originariamente in capo alla banca cedente.

Nella comunicazione “*Far fronte ai crediti deteriorati all’indomani della pandemia di COVID-19*” del 16 dicembre 2020²⁷, la Commissione Europea pone particolare attenzione alle società di gestione del patrimonio come soluzione di prima scelta per rimuovere i crediti deteriorati delle banche e sostenere così la ripresa dell’economia.

²⁶ Cfr. CAPRIGLIONE - SEPE, *Fondi di crediti deteriorati, preoccupazioni, criticità e indicazioni per superarle*, reperibile su https://www.ilsole24ore.com/art/fondi-crediti-deteriorati-preoccupazioni-criticita-e-indicazioni-superarle-AE4JVeO?refresh_ce=1.

²⁷ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio e alla Banca Centrale Europea, Far fronte ai crediti deteriorati all’indomani della pandemia di COVID-19*, 16 dicembre 2020, reperibile su [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0822&from=DE#:~:text=Commissione%20ha%20adottato%20un%20quadro,della%20pandemia%20di%20COVID%2D19.&text=COM\(2020\)%20169%20final.&text=nel%20secondo%20trimestre](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0822&from=DE#:~:text=Commissione%20ha%20adottato%20un%20quadro,della%20pandemia%20di%20COVID%2D19.&text=COM(2020)%20169%20final.&text=nel%20secondo%20trimestre). La Commissione rileva, in particolare, come la cessione di crediti deteriorati alle AMCs sia particolarmente efficace in circostanze specifiche, espressamente menzionando tra queste i casi in cui le attività deteriorate interessano gran parte del sistema bancario nazionale e comprendono principalmente prestiti garantiti da immobili non residenziali e grandi esposizioni societarie.

Come ricorda la Commissione nella sua comunicazione, le AMCs possono essere private o parzialmente finanziate con fondi pubblici. In quest'ultima ipotesi, ad avviso della Commissione Europea, deve escludersi che il parziale ricorso a risorse pubbliche possa configurarsi quale aiuto di stato *“se si può ritenere che lo Stato agisca in modo analogo a un operatore in economia di mercato”*²⁸. Tale posizione di apertura viene, comunque, mitigata dalla stessa Istituzione europea che chiarisce come la costituzione di società di gestione patrimoniale con apporto di fondi pubblici non debba essere considerata come soluzione standard per affrontare in modo efficace il problema dei crediti deteriorati.

Sotto il profilo dimensionale, la Commissione specifica altresì che le AMCs possono essere decentrate e offrire *“approcci mirati e specifici”* alle singole banche oppure essere istituite a livello nazionale da cui poi potrebbe essere attivata una rete transfrontaliera di livello europeo.

Nell'ambito di questo *favor* verso la costituzione di società di gestione di patrimoni, rileva in questa sede la proposta formulata dal Presidente del Consiglio di Sorveglianza della BCE, Andrea Enria, che da tempo sostiene l'opportunità della costituzione di una società di gestione che faccia capo alla BCE e che possa affrontare la massa di crediti deteriorati aggregata degli istituti bancari europei²⁹.

Sebbene non siano mancate voci a sostegno³⁰, la proposta in questione è stata accolta con generale perplessità sotto un duplice profilo. Da un lato, si pone un tema di distorsione della concorrenza³¹, dall'altro esiste un rischio specifico

²⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *op. cit.*, p. 13.

²⁹ Cfr. ENRIA, *ECB: the EU needs a regional “bad bank”*, pubblicato su *Financial Times*, 26 ottobre 2020.

³⁰ V. MASERA, *Per una bad bank europea, Keynote speech* al Congresso nazionale di giurimetria, banca e finanza, NPL&UTP, Alma Iura, Verona, 13 ottobre 2020.

³¹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., p. 46. L'Autore evidenzia l'esistenza di un pericolo per la libertà di concorrenza rilevando, per un verso, che un soggetto pubblico che non è legato a logiche di profitto risulterebbe sicuramente avvantaggiato nel mercato a discapito di soggetti privati, e, per altro verso, che la posizione di vantaggio di una simile *bad bank* pubblica europea potrebbe creare un *vulnus* al principio della

connesso al fatto che l'attribuzione alla *bad bank* pubblica di ampi poteri di gestione, rispondenti a logiche politiche più che di mercato, potrebbe dar luogo al rischio di "socializzazione" delle perdite con considerevoli danni a carico dei contribuenti.

Nella medesima prospettiva, deve altresì rilevarsi che è interesse della collettività che lo smaltimento dei crediti deteriorati si svolga all'interno di un mercato in cui agiscano una pluralità di cedenti e una pluralità di soggetti interessati all'acquisto: è questa, infatti, la condizione da cui si può trarre una più efficiente valorizzazione dei crediti con un significativo beneficio per gli enti creditizi³².

5. Con lo scopo di favorire lo smobilizzo dei crediti *non performing* presenti nei bilanci delle banche e degli intermediari finanziari aventi sede legale in Italia, è stata introdotta nell'ordinamento italiano, a seguito dell'approvazione della Commissione Europea³³, la Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS).

In particolare, nel decreto legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla legge 8 aprile 2016, n. 49 (c.d. Decreto GACS), sono state indicate le condizioni alle quali lo Stato italiano avrebbe prestato la propria garanzia sulle operazioni di cartolarizzazione delle sofferenze bancarie, favorendo così il collocamento dei crediti deteriorati presso i mercati finanziari secondari.

La disciplina, che aveva un'efficacia iniziale di 18 mesi, è stata prorogata fino al 6 marzo 2019 e, a seguito di successivi rinnovi e proroghe, è rimasta in vigore fino al 14 giugno 2022³⁴.

libera concorrenza in tutti quei casi in cui il potenziale acquisto di crediti deteriorati veda come fonte di provenienza entità allocate "in orbita pubblica".

³² Cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., p. 47, l'Autore osserva che "reca stabilità al settore del credito la possibilità, consentita [alle banche], di poter contare su controparti affidabili per la rimozione dai propri bilanci degli asset in sofferenza; donde l'opzione per un'operatività sganciata da logiche politiche ovvero da forme procedurali in qualche modo collegabili al soddisfacimento delle esigenze di spesa pubblica".

³³ V. Decisione C(2016)873 final del 10 febbraio 2016.

³⁴ Con decreto legge del 25 marzo 2019, n. 22, convertito dalla legge n. 41 del 2019, la GACS è stata rinnovata, con alcune modifiche, per ulteriori ventiquattro mesi e, con successivo decreto del

Al fine di comprendere le ragioni che hanno indotto il legislatore a introdurre tale misura, occorre considerare che nel dicembre del 2015 il valore dei crediti deteriorati presso le banche era così elevato³⁵ che la questione presentava considerevoli profili di urgenza. In particolare era necessario liberare i bilanci degli enti creditizi dalle ingenti quantità di masse deteriorate, poiché le stesse comportavano una crescente paralisi dell'operatività degli intermediari che avrebbe provocato conseguenze sempre più negative anche per imprese e famiglie *“riducendo la capacità delle banche di fare profitti, aumentando il disallineamento tra le scadenze, imponendo loro di impegnare più capitale di vigilanza per assorbire l'aumentato rischio di credito, nonché aumentando il costo della raccolta di capitali e risparmio”*³⁶.

In un siffatto contesto l'auspicato ricorso al mercato secondario dei crediti deteriorati si dimostrava non essere cosa facile. Si registrava, infatti, tra gli operatori del mercato una significativa differenza (c.d. *spread bid-ask*) tra il prezzo (c.d. *bid*) al quale le banche avrebbero ceduto i crediti deteriorati iscritti nei propri bilanci e il prezzo (c.d. *ask*) al quale gli investitori sarebbero stati disposti ad acquistarli³⁷.

15 luglio 2021, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha prorogato il periodo di operatività della stessa, prevedendo alcuni aggiornamenti, per ulteriori dodici mesi, fino al 14 giugno 2022.

³⁵ Cfr. CIAVOLIELLO, CIOCCETTA, CONTI, GUIDA, RENDINA, SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza n. 3*, aprile 2016, p. 4, consultabile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2016-0003/n3-note-stabilita-finanziaria.pdf>. Qui si precisa che *“A dicembre 2015 i crediti deteriorati, al lordo delle corrispondenti rettifiche di valore, ammontavano a circa 360 miliardi, il 18,1% del totale dei crediti verso clientela. Le sofferenze (la categoria “peggiore” delle esposizioni deteriorate) ammontavano a 210 miliardi (10,6% dei crediti complessivi). Ai fini del bilancio rilevano gli importi al netto delle rettifiche, che alla stessa data erano pari rispettivamente a 197 e 87 miliardi”*.

³⁶ MAGGIOLINO, *La garanzia dello stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, cit., p. 116.

³⁷ Cfr. TEDESCHI, *Crediti deteriorati, il nodo dei prezzi di mercato (e come venirne a capo)*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 giugno 2016, consultabile su <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/06/14/crediti-deteriorati-il-nodo-dei-prezzi-di-mercato-e-come-venirne-a-capo/>. L'Autore specifica che *“Le banche italiane espongono in bilancio i crediti in sofferenza a un prezzo di carico pari a circa il 41% del valore dell'esposizione lorda, mentre gli operatori specializzati – solitamente hedge funds – sono disposti a comperare ad un prezzo di mercato di poco superiore al 22%: è tale differenza di circa 19 punti percentuali che frena drammaticamente lo sviluppo del mercato”*.

Le principali ragioni alla base di tale differenziale sono in larga misura riconducibili ai diversi criteri di valutazione impiegati dalle banche a fini di bilancio, rispetto a quelli utilizzati dagli investitori per la determinazione dei prezzi di acquisto³⁸.

Si rinviene così la *ratio* della riforma introdotta dal Decreto GACS: con l'obiettivo di favorire l'allocazione dei crediti deteriorati nei mercati secondari e restituire nuovo vigore al mercato del credito erogato dalle banche, il legislatore ha previsto uno schema di garanzia statale sulle *tranches senior* emesse nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione avente ad oggetto NPL.

In termini generali, la GACS opera nell'ambito di un'ordinaria operazione di cartolarizzazione di crediti.

Il contesto di riferimento è quello di una banca, con sede legale in Italia, che cede a una società veicolo un portafoglio di crediti *non performing*. Sulle scorte dello schema operativo della cartolarizzazione, la SPV finanzia l'acquisto dei crediti oggetto di cessione per mezzo delle risorse ottenute con l'emissione degli *asset backed securities (ABS)*, suddivisi in *tranches senior, junior* ed eventualmente *mezzanine*. Nell'ambito di tale operazione, gli incassi derivanti dal recupero delle passività sono destinati in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, nonché al pagamento dei costi della cartolarizzazione.

Ai sensi della normativa in parola, su istanza documentata, la banca può formulare la richiesta al MEF del rilascio di una garanzia sulla *tranche senior* dei titoli relativi agli NPL.

La garanzia in oggetto viene concessa, tramite decreto, da un fondo istituito presso il MEF, costituito da risorse stanziare a tal fine, nonché dai corrispettivi che le banche versano annualmente a fronte della prestazione della garanzia stessa.

Come è stato acutamente notato, per effetto dell'operatività della GACS il

³⁸ Cfr. CIAVOLIELLO, CIOCCETTA, CONTI, GUIDA, RENDINA, SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, cit., p. 1.

rischio di insolvenza si trasferisce *“non solo dal mercato del credito a quello del capitale come accadrebbe con ogni altra operazione di cartolarizzazione, ma di più dal mercato del capitale alle casse dell’erario”*³⁹.

Venendo alle caratteristiche della garanzia, il Decreto GACS definisce la stessa *“incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta a beneficio del detentore del Titolo senior”* (art. 8, comma 2).

A ben vedere, tuttavia, è lo stesso legislatore a individuare in presenza di quali presupposti la stessa può essere rilasciata. A tal riguardo è previsto, *inter alia*, che i titoli *senior* debbano avere previamente ottenuto un livello di *rating* non inferiore a BBB o equivalente (art. 5, comma 1); che la gestione dei crediti venga affidata a un soggetto terzo (*“servicer”*) rispetto alla società cedente e non appartenente al suo gruppo (art. 5, comma 4); che le amministrazioni pubbliche non abbiano sottoscritto titoli *junior* o *mezzanine* (art. 8, comma 3).

Sotto il profilo dell’efficacia, l’art. 8, comma 1, prevede che la GACS *“diviene efficace solo quando la società cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei Titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei Titoli junior e, ove emessi, dei Titoli mezzanine, che consenta l’eliminazione contabile dei crediti oggetto dell’operazione di cartolarizzazione dalla contabilità della società cedente”*. Da tale previsione risulta evidente come la finalità dell’assetto normativo delineato con il Decreto GACS sia la *derecognition* degli NPL dai bilanci delle banche.

Da ultimo, occorre rilevare che, sotto il profilo dei costi della garanzia, il legislatore ha previsto che la stessa venga rilasciata a fronte del pagamento di un corrispettivo individuato sulla base di criteri *“di mercato”* previsti dallo stesso Decreto GACS (art. 9). Tale circostanza ha portato a escludere che la stessa possa configurarsi come un aiuto di stato distorsivo della concorrenza.

³⁹ MAGGIOLINO, *La garanzia dello stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, cit., p. 125. L’Autrice evidenzia altresì che, per ragioni sottese al suo funzionamento, la GACS è stata assimilata al meccanismo di *external credit enhancement*, ossia a uno strumento che, per quanto esterno alla cartolarizzazione, è funzionale a favorire il collocamento dei relativi titoli sul mercato.

In buona sostanza, con l'adozione di una simile misura il legislatore ha senz'altro voluto favorire, tramite l'intervento dello Stato, l'alleggerimento del bilancio delle banche a mezzo del collocamento degli NPL presso i mercati secondari. Ha però inteso inquadrare tale intervento entro logiche di mercato, al fine di evitare che ragioni di carattere politico potessero interferire in modo distorsivo inserendosi quale elemento di alterazione del conquistato principio della libertà di concorrenza a cui il mercato finanziario deve rimanere informato.

5.1 Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha evidenziato che, dalla sua introduzione fino al 31 dicembre 2021, la GACS ha consentito l'eliminazione di consistenti volumi di crediti deteriorati dai bilanci delle banche e la collocazione degli stessi presso i mercati del capitale, grazie alla riduzione dello *spread bid-ask* che il rilascio della GACS ha reso possibile⁴⁰.

In ragione del momento di recessione in corso, molti studiosi hanno evidenziato che è altamente prevedibile una crescita del volume degli NPL nell'immediato futuro. Nell'ambito di un simile contesto, costituisce cronaca di questi mesi il dibattito in merito al rinnovo della GACS che è sospesa dal 14 giugno 2022.

La stampa specializzata⁴¹ ha rappresentato che sono in corso presso le

⁴⁰ Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Relazione sull'andamento delle operazioni assistite dalla garanzia dello Stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS) e sugli obiettivi collegati all'esercizio finanziario 2021*, consultabile su https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/interventi_finanziari/interventi_finanziari/Relazione-GACS_anno-2022.pdf. Dalla Relazione si evince che la Garanzia è stata concessa su titoli *senior* emessi nell'ambito di trentasei operazioni di cartolarizzazione che hanno ad oggetto crediti in sofferenza per un valore complessivo lordo pari a circa 88,5 miliardi di Euro a cui corrisponde un valore netto di cessione alle SPV pari a circa 23,2 miliardi di Euro a fronte del quale sono stati emessi titoli per un valore nominale complessivo di circa 21,5 miliardi di Euro. Inoltre si precisa che, con riguardo a tali crediti, sono stati emessi circa 17,6 miliardi di Euro di titoli *senior* garantiti dallo Stato che, a seguito dei rimborsi di capitale effettuati fino al 31 dicembre 2021, si sono ridotti a circa 11,6 miliardi di Euro.

⁴¹ Cfr. DAVI, *Crediti deteriorati, tornano le garanzie statali (più leggere)*, 28 dicembre 2022, consultabile su <https://www.ilsole24ore.com/art/crediti-deteriorati-tornano-garanzie-statali-piu-leggere-AEHkzOSC>.

istituzioni europee le interlocuzioni per un rinnovo della garanzia. Tuttavia, secondo i contributi più recenti sembrerebbe che al momento si sia deciso di “congelare” il rinnovo della GACS poiché, nonostante i rialzi dei tassi e gli effetti di questi sul credito, il fenomeno degli NPL non sarebbe preoccupante al punto da giustificare il rinnovo⁴².

Tale linea parrebbe confermata da una recente dichiarazione di Stefano Capiello, dirigente generale del Ministero dell’Economia e delle Finanze, il quale, in ogni caso, non esclude la possibilità di un rinnovo della GACS, qualora la garanzia dovesse rendersi necessaria in relazione all’evoluzione della situazione nel prossimo futuro⁴³.

Elisa Grugnetti

⁴² Cfr. DAVI, *Gacs, al capolinea le garanzie pubbliche sui crediti deteriorati*, 20 maggio 2023, consultabile su <https://www.ilsole24ore.com/art/gacs-capolinea-garanzie-pubbliche-crediti-deteriorati-AE0TYCVD>.

⁴³ Cfr. il contributo *Npl: Capiello (Mef), Gacs ora non servono ma siamo pronti*, reperibile su https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_20.06.2023_10.23_22810228?refresh_ce=1.

**LE OPPORTUNITÀ DEL MERCATO DEI CAPITALI TRA NUOVE
TECNICHE DI GESTIONE DEGLI OICR E PROSPETTIVE
EVOLUTIVE DELLA REGOLAZIONE EUROPEA E NAZIONALE ***

(Capital market opportunities between new UCITS management techniques and the evolving perspectives of European and national regulation)

ABSTRACT: *This article, without any claim to exhaustiveness, aims at examining specific elements of the European and national discipline of collective asset management, from an evolutionary standpoint. In particular, assuming as the starting point the 2011/61/EU Directive (Alternative Investment Funds Managers Directive or AIFMD), the most recent approaches of the European Legislator – elaborating of the recent 2019/1160/EU Directive and Regulation (EU) 2019/1156 – will be analyzed. Crowdfunding will be very much analyzed in this paper, with a view to its original form of the equity crowdfunding up to some new fundraising mechanisms, such as landed-based crowdfunding or donation-based crowdfunding, which have been subject to an undoubtedly unprecedented work of definition pursuant to Regulation (EU) no. 2020/1503. Finally, as anticipated, emphasis will be placed on the regulatory framework consisting of Directive 2019/1160/EU and of Regulation (EU) 2019/1156, as well as on the recent implementing Regulation (EU) 2021/955 aimed, inter alia, at harmonizing common rules and technical provisions applicable to the cross-border publication and notification of marketing standards for UCITS. Notably, the Italian Legislative Decree no. 28 of March 10, 2023, has implemented the above-said provisions, introducing important elements of innovation on the Italian framework on crowdfunding, enabling ordinary limited liability companies (S.r.l.) – jointly with the innovative start-ups and the SMEs*

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

(innovative or not) – to deploy this method of financing.

SOMMARIO: 1. Introduzione: genesi della disciplina della gestione collettiva del risparmio; evoluzione della disciplina comunitaria, dalla Direttiva UCITS alla Direttiva AIFMD. – 2. Tendenze evolutive: nascita di nuove tipologie di fondi di investimento. – 2.1. Il fenomeno del *crowdfunding*: peculiarità dell'*equity crowdfunding*. Le novità introdotte dal Regolamento (UE) n. 2020/1503, come recepito dal Decreto Legislativo n. 28 del 10 marzo 2023. Apertura dell'*equity crowdfunding* alle S.r.l. ordinarie. – 2.2. Altre tipologie di *crowdfunding*: focus sul *lending-based crowdfunding* e sul modello *donation-based*. – 3. Recenti tendenze della regolazione: Direttiva UE n. 2019/1160 e Regolamento (UE) n. 2019/1156 sulla distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo.

1. Come spesso accade, per un corretto inquadramento dei fenomeni di grande magnitudo economico-finanziaria, la genesi degli stessi va ricercata negli eventi di crisi, i quali notoriamente mettono in luce la vulnerabilità dei sistemi economici all'interno dei quali si propagano e, in particolare, la stretta interconnessione tra i settori che li compongono.

Nello specifico, non è rimasto esente dal fenomeno della crisi il complesso mondo della gestione collettiva del risparmio, che – prima degli eventi di crisi del 2008 e della necessaria risposta del regolatore europeo con l'adozione, da parte del Parlamento Europeo e del Consiglio, della Direttiva AIFMD (*Alternative Investment Funds Managers Directive*)¹ – restava confinato alla scarna regolamentazione della Direttiva UCITS², la quale limitava il suo campo d'azione ai soli OICR aperti di tipo

¹ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive n. 2003/41/CE e n. 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e n. 1095/2010.

² Direttiva 85/611/CE del Consiglio del 20 dicembre 1985 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) denominata "*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*", successivamente modificata, da ultimo, dalla Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (c.d. Direttiva UCITS IV).

armonizzato.

Prima di affrontare la disamina dell'articolato *corpus* normativo caratterizzante il fenomeno in esame, occorre, tuttavia, prendere in considerazione la definizione del fenomeno gestorio, che, nei "fondi comuni" a struttura contrattuale, presenta profili differenti rispetto a quelli delle c.d. società di investimento, a capitale fisso (Sicaf) oppure variabile (Sicav), le quali perseguono analoghe finalità³ ma si avvalgono di uno schema organizzativo diverso da quello in uso da parte della tipologia originaria dei fondi (aventi – appunto – natura contrattuale).

Tale definizione – che riveste la necessaria funzione di punto di partenza di questo approfondimento – può rinvenirsi nell'art. 1, comma 1, lett. n) del T.U.F.⁴, ai sensi del quale la gestione collettiva del risparmio altro non è che *"il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi"*. Peraltro, tale nozione si caratterizza alla luce del fatto che l'OICR (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio) è definito, sempre dall'art. 1, comma 1, lett. k) del T.U.F. come *"l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata"*.

Così la gestione in via collettiva del risparmio si definisce come lo svolgimento di un'attività finanziaria consistente nella gestione di un patrimonio, con riferimento al quale il gestore (anche noto, nella prassi economica odierna,

³ Cfr. CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e Impr.*, 2, 2018, p. 665.

⁴ Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, cd. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*.

come *asset manager*) realizza, in via continuativa, una serie di atti e operazioni di investimento e disinvestimento con l'obiettivo di produrre, nel tempo, un risultato utile o, quantomeno, di ridurre il rischio finanziario insito nel patrimonio oggetto di gestione⁵.

Pertanto, volendo parafrasare il contenuto del già citato art. 1, comma 1, lett. k) del T.U.F, anche in conformità con gli orientamenti della *European Securities and Markets Authority* (ESMA) del 13 agosto 2013 (c.d. Linee Guida ESMA)⁶ e con il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio⁷ adottato da Banca d'Italia in data 19 gennaio 2015, è possibile delineare gli elementi imprescindibili per una completa definizione del concetto di gestione, individuandoli ne (a) *la raccolta del patrimonio tra una pluralità di investitori mediante emissione e offerta di quote/azioni*; (b) *la gestione del patrimonio, in monte, nell'interesse degli investitori e in autonomia rispetto a questi ultimi* – intendendosi per quest'ultima una gestione assolutamente spersonalizzata e condotta in autonomia dal gestore rispetto al singolo investitore, che caratterizza la gestione collettiva del risparmio come scevra dal coinvolgimento degli investitori, a valle del conferimento, da parte degli stessi in favore del gestore, di istruzioni vincolanti con riferimento alla politica di investimento –; (c) *l'investimento in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni e altri beni mobili e immobili*; e (d) *l'investimento in base ad una politica d'investimento predeterminata*.

Se nessuno degli elementi *sub* punti a), b) e c) si qualifica come specializzante degli OICR – poiché ognuno di essi può caratterizzare anche soggetti diversi dai gestori di fondi di investimento – quello *sub* (d), invece, qualifica e specializza gli

⁵ Cfr. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in ANNUNZIATA (a cura di), *La Disciplina del Mercato Immobiliare*, Torino, 2021, pp. 222 ss.

⁶ Documento ESMA/2013/611 del 13 agosto 2013 “*Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA – ESMA/2013/611*”.

⁷ Provvedimento del 19 gennaio 2015 come modificato, *inter alia*, dal Provvedimento del 16 febbraio 2021 ovvero, da ultimo, dal Provvedimento del 16 novembre 2022.

OICR⁸.

Per scendere nel merito dei profili evolutivi e delle prospettive di crescita e cambiamento del fenomeno della gestione collettiva del risparmio, occorre premettere un'adeguata analisi del substrato economico giuridico su cui si muove tale fenomeno che, al presente, causa peculiari difficoltà operative ai soggetti coinvolti⁹.

Come anticipato, il complesso *corpus* normativo disciplinante l'argomento in materia rinvia i propri pilastri fondanti rispettivamente nella Direttiva UCITS (come successivamente modificata, da ultimo nel 2009) e nella Direttiva AIFMD, emanata nel 2011, come reazione e risposta agli eventi di crisi che hanno preso avvio nel 2008. Difatti, nel contesto di tali eventi di crisi, le preesistenti vulnerabilità del sistema finanziario, non assistite da adeguati meccanismi di controllo, hanno permesso che i rischi materializzatisi in un settore potessero facilmente e rapidamente trasmigrare a tutto il sistema finanziario, producendo conseguenze (e danni) impensabili e spesso non evitabili per i mercati finanziari interessati. E proprio tali conseguenze dannose, nonostante non originassero dall'industria dei fondi alternativi¹⁰, convinsero le autorità politiche e di regolamentazione finanziaria che l'attività dei gestori alternativi potesse contribuire a diffondere, o ad amplificare, i rischi in tutto il sistema finanziario.

In tale panorama, i principi espressi dal regolatore europeo nella Direttiva UCITS – regolando unicamente i c.d. “OICR aperti” di tipo armonizzato e affidando la disciplina degli OICR non rientranti nel novero di quelli regolati dalla Direttiva

⁸ Quanto precede è altresì confermato da una lettura del paragrafo 12 delle Linee Guida ESMA, secondo il quale la politica di investimento di un fondo comune di investimento deve: “(i) essere determinata e fissata al più tardi al momento in cui gli impegni di investimento degli investitori divengono vincolanti; (ii) essere sancita in un documento; (iii) prevedere che il gestore abbia un obbligo, nei confronti degli investitori, di seguire la politica di investimento; e (iv) specificare gli orientamenti da seguire per l'investimento (es: investire in certe categorie di attività, secondo certe strategie, investire in particolari regioni geografiche, rispettare limiti di leva finanziaria, etc.)”.

⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR*, cit., p. 665.

¹⁰ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 10/11, 2011, p. 1181.

UCITS alle regolamentazioni nazionali¹¹ – non riuscirono ad arginare i dirompenti effetti della congiuntura economico-finanziaria globale, di talché la crisi del 2008 fu capace di prorogarsi in un sistema normativo in cui ad essere regolati erano unicamente gli OICVM autorizzati in uno Stato membro, dal momento che erano gli unici ad essere dotati dal c.d. passaporto europeo¹². A ciò si aggiungeva l'ulteriore elemento di debolezza dell'esistenza di scarni meccanismi di supervisione degli OICR conformi alla normativa UCITS, che si limitavano ad una vigilanza solo nazionale sugli stessi, concessa alle autorità competenti nel Paese di origine, nell'assenza di una forma di vigilanza sovranazionale.

Considerata la sopra-descritta scena regolamentare, è interessante sottolineare come, anche nell'imminenza della crisi finanziaria, permanessero alcune voci contrarie alle istanze di revisione del mercato della gestione collettiva e all'introduzione di un approccio coordinato alla supervisione, da parte di quei teorici della finanza e dell'economia del diritto che – proprio alla luce del fatto che la crisi finanziaria non aveva preso le mosse da difformità dei mercati della gestione collettiva del risparmio – guardavano a quello degli *hedge funds* come ad un settore che non richiedeva alcuna particolare forma di supervisione suppletiva, dal momento che aveva dimostrato di proteggere gli interessi degli investitori privati più di quanto non fossero riuscite a fare le banche¹³. Tuttavia, come noto, prevalse

¹¹ In particolare, nella nostra giurisdizione, la Legge n. 344 del 14 agosto 1993 disciplinava i fondi comuni chiusi, la Legge n. 86 del 25 gennaio 1994 disciplinava i fondi comuni chiusi di tipo immobiliare e il D. Lgs. n. 84 del 25 gennaio 1992 regolava le società di investimento a capitale variabile (c.d. SICAV).

¹² E, conseguentemente, non solo tali OICVM erano gli unici aventi diritto di operare, secondo il principio del mutuo riconoscimento, in un paese diverso da quello di originaria istituzione, ma le quote rappresentative del capitale sociale degli stessi erano le sole suscettibili di commercializzazione anche in Paesi non facenti parte dell'Unione Europea.

¹³ V. *ex multis*, SHADAB, *The law and economics of hedge funds: financial innovation and investor protection*, in *Berkeley Business Law Journal*, 6, 2009, p. 242; RIVIÈRE, *The future of hedge fund regulation: a comparative approach*, in *Richmond Journal of Global Law and Business*, 2011, p. 263.

il convincimento di quanti¹⁴ erano a favore dell'avvio di una consistente attività di revisione della regolamentazione e delle regole di supervisione dei mercati finanziari, anche grazie all'impulso fornito in questo senso dal Gruppo G20 al Summit di Washington del 2008 e dal Rapporto Rasmussen & Lehne¹⁵, presentato al Parlamento Europeo da Jacques de Larosière, a capo del gruppo di alto livello sulla vigilanza finanziaria, nonché dalla *task force* sugli *hedge funds* costituita dalla IOSCO¹⁶.

In particolare, se già i *leaders* del G20 presenti a Washington concordarono sulla necessità che tutti gli attori del mercato – affinché lo stesso fosse sicuro e stabile – fossero soggetti a regole comuni e forme di supervisione appropriate¹⁷, il citato Rapporto Rasmussen & Lehne, con la Raccomandazione n. 7 *“auspica[va] un miglioramento della trasparenza di tutti i mercati finanziari, in particolare per i fondi speculativi aventi importanza sistemica, imponendo in tutti gli Stati membri dell'UE e a livello internazionale, a carico dei gestori dei fondi speculativi obblighi di registrazione e di informazione in merito a strategie, metodi e leva finanziaria”*.

Pertanto, nella convinzione che, a causa della crisi, anche i gestori di fondi di investimento alternativi fossero esposti a plurimi rischi¹⁸ – poiché, da un lato, erano diventati attori molto significativi nel mercato finanziario e, dall'altro, la regolamentazione comunitaria vigente non era stata in grado di gestirne le istanze in modo efficace, anche a causa della prospettiva prevalentemente nazionale delle norme allora vigenti – la Commissione europea avviò i lavori di risistemazione della

¹⁴ V. *ex multis*, FERRAN, *The regulation of hedge funds and private equity: a case study in the development of the EU's regulatory response to the financial crisis*, in *ECGI Working paper series in law*, 2011, p. 176.

¹⁵ Cfr. Risposta dell'Unione europea alla crisi finanziaria mondiale: seguito dato al Consiglio europeo informale del 7 novembre e al Vertice del G20 del 15 novembre 2008 - Programma legislativo e di lavoro della Commissione per il 2009 (discussione).

¹⁶ International Organization for Securities Commission (IOSCO).

¹⁷ Cfr. SABATINI, *Genesi e percorso della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi*, in MEIANI – RIZZI – SABATINI (a cura di), *Gestori e fondi di investimento alternativi*, Milano, 2018, p. 11.

¹⁸ Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva*, cit., p. 1181.

normativa in oggetto a partire dalla fine del 2008.

Tali lavori sono culminati con l'adozione della Direttiva AIFMD (acronimo di "*Alternative Investment Funds Managers Directive*"), frutto di un lungo processo di mediazione tra le diversificate esigenze in gioco, anche alla luce delle varie legislazioni nazionali coinvolte. Primario obiettivo della Direttiva è quello di uniformare le singole risposte nazionali alla disciplina della gestione collettiva del risparmio, addivenendo in modo efficiente alla tutela degli investitori e alla gestione del rischio, mediante la creazione di un quadro comune per l'autorizzazione e la vigilanza dei gestori di fondi di investimento alternativi (i c.d. GEFIA), che a sua volta permetta di assicurare un adeguato controllo di tali rischi da parte delle Autorità competenti all'interno dell'Unione¹⁹. Tale prospettiva si è accostata all'intenzione di creare un quadro regolamentare unico e rigoroso, capace di favorire l'attività di commercializzazione transfrontaliera dei fondi di investimento alternativi gestiti dai GEFIA (ovvero i FIA)²⁰.

Come anticipato, dal punto di vista contenutistico, la Direttiva AIFMD esprime in più disposizioni la sua portata innovativa. In primo luogo, si prevede che l'operatività di un gestore di fondi di investimento alternativi all'interno dell'Unione Europea, (comprensiva sia dell'attività di gestione che dell'attività di commercializzazione)²¹ sia soggetta al rilascio dell'autorizzazione dalla competente autorità dello Stato di origine (art. 6, comma 1), alla quale dovrà aggiungersi

¹⁹ Considerando n. 2 della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011.

²⁰ Si consideri che la Direttiva AIFMD non prevedeva l'immediata estensione del c.d. passaporto europeo a tutte le tipologie di OICR, ma soltanto ai FIA UE gestiti da GEFIA UE, mentre – ai sensi dell'articolo 66, comma 4 della stessa Direttiva – la regolamentazione della commercializzazione *cross border* di FIA non UE gestiti da un GEFIA UE, di FIA UE gestiti da GEFIA non UE e di FIA non UE gestiti da GEFIA non UE ha dovuto attendere un periodo transitorio di due anni, termine entro il quale i singoli Stati Membri hanno dovuto recepire la Direttiva AIFMD nei singoli ordinamenti nazionali.

²¹ Come si vedrà, un'importante rivisitazione è stata recentemente operata ad opera del *corpus* normativo composto dalla Direttiva 2019/1160/UE e, dall'altro lato, dal Regolamento (UE) 2019/1156, nonché dal recente Regolamento di esecuzione (UE) 2021/955, per cui V. BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2008, p. 28.

un'ulteriore autorizzazione, ai sensi della Direttiva UCITS IV, nel caso in cui il medesimo GEFIA gestisca altresì un OICVM. Quanto precede va, tuttavia, limitato ad un preciso ambito d'attività, dal momento che l'attività dei gestori, per essere conforme alla Direttiva AIFMD, deve essere limitata ad un oggetto sociale che rientri tra quelli indicati nell'Allegato I della medesima Direttiva AIFMD. Tale allegato – fermo restando che ai GEFIA è sempre permesso svolgere anche funzioni c.d. supplementari, precisamente definite dalla Direttiva AIFMD – individua quali "funzioni minime" di gestione degli investimenti di un FIA: (i) la gestione del portafoglio; e (ii) la gestione del rischio²², facendo sì che la gestione del rischio assurga a elemento imprescindibile della connotazione di un GEFIA.

In secondo luogo, va valorizzato l'ulteriore rilevante merito della Direttiva AIFMD di contenere una disposizione innovativa – applicabile anche ai GEFIA che gestiscono OICVM – che non trova un precedente nella Direttiva UCITS relativa agli OICVM, e che è volta a rafforzare la tutela degli investitori (secondo quella logica di risposta e reazione agli eventi di crisi sopra-citati), mediante una delle seguenti modalità alternative²³: (a) fondi propri aggiuntivi (investiti in liquidità o in attività prontamente convertibili in contanti nel breve termine), ovvero (b) un'assicurazione della responsabilità civile professionale in caso di responsabilità per negligenza professionale.

²² Cfr. GUFFANTI, *La Direttiva*, op. cit., p. 1181. Sul tema della strumentalità del perimetro di attività del gestore rispetto all'attività delle autorità di vigilanza, V. ANNUNZIATA, in *Enciclopedia del diritto*, voce *Impresa di investimento*, p. 571; PISANI, Sub art. 19, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza. D. lg. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario*, Milano, p. 145; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, pp. 118 ss.; GAGGERO, *Esclusività ed estensione dell'oggetto sociale delle imprese di investimento*, in *Cont. impr. eur.*, 1997, pp. 587 ss.

²³ In ogni caso, il nomoteuta comunitario non si è spinto a precisare la natura ed i profili di tale responsabilità. Per un inquadramento della questione nell'ordinamento italiano, V. BORGIOI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Riv. Soc.*, 1983; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel TUF: profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2001, p. 317; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI – SANDULLI – SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 28; SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995.

Come già anticipato, le istanze alla base dell'emanazione della Direttiva AIFMD da parte del legislatore europeo non erano percepite soltanto in Europa ma a livello globale. Basti pensare al *Dott-Frank Wall Street Act and Consumer Protection Act*, sottoscritto dal Presidente degli Stati Uniti Barack Obama il 21 luglio 2010 – ovvero pochi mesi prima dell'emanazione della Direttiva AIFMD – al fine di rafforzare il sistema regolamentare, aumentare la fiducia del pubblico e prevenire altre crisi di livello globale.

In tale ecosistema si inserisce anche il percorso di recepimento in Italia del complesso *corpus* normativo introdotto dalla Direttiva AIFMD nel 2011. Un percorso lento e complicato, che si è concluso ben oltre il limite previsto dalla Direttiva AIFMD (ovvero il mese di luglio 2013), con la decisione, da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, di riscrivere integralmente il Titolo III del T.U.F. ad opera del D. Lgs. n. 44 del 4 marzo 2014²⁴, entrato in vigore il 9 aprile 2014. Pertanto, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) – a cui fu demandato, al pari di Banca d'Italia e CONSOB, il potere di adottare la regolamentazione di dettaglio concernente gli aspetti tecnici della normativa²⁵ – avviò, nel maggio 2014, una consultazione pubblica volta ad individuare i criteri a cui gli organismi di investimento collettivo del risparmio avrebbero dovuto uniformarsi, che si concluse con l'adozione del Decreto Attuativo n. 30 del 5 marzo 2015²⁶.

Per concludere l'*excursus* dell'impianto regolamentare in parola – composto

²⁴ Decreto Legislativo n. 44 del 4 marzo 2014 di “Attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010”.

²⁵ Cfr. SABATINI, *Genesi e percorso*, cit., p. 18.

²⁶ Decreto Attuativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze “Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani”.

altresì dal Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob²⁷, nonché dal Regolamento Emittenti²⁸ e dal Regolamento Intermediari²⁹ - occorre fare un breve cenno al già citato Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio adottato da Banca d'Italia in data 19 gennaio 2015 (da ultimo modificato con provvedimento del 16 novembre 2022, che ha fatto seguito alle modifiche apportate al T.U.F. ad opera del D. Lgs. n. 191 del 5 novembre 2021). In particolare, il secondo provvedimento di modifica del 16 febbraio 2021 – recependo alcune istanze sollevate dalla prassi operativa, e uniformando la normativa di settore nazionale alle linee guide ESMA³⁰ – ha, *inter alia*, provveduto all'inserimento della c.d. “Formulazione Due” in relazione alla sospensione temporanea del diritto al rimborso di OICVM e di FIA aperti. Più nel dettaglio, se il Regolamento di Banca d'Italia prevedeva che tale sospensione fosse unicamente ammissibile in caso di situazioni in cui le richieste di rimborso, pervenute ai fondi, avrebbero determinato smobilizzi capaci di cagionare un pregiudizio all'interesse dei partecipanti, il Provvedimento del 16 febbraio 2021 ha altresì previsto una seconda ipotesi, tale per cui la SGR può sospendere il rimborso delle quote – in ogni caso per non oltre quindici giorni – nel caso in cui, nello stesso giorno, siano presentate richieste di rimborso che, cumulativamente, abbiano un valore superiore almeno al 5% del valore complessivo del fondo in oggetto, fermo restando l'“andamento del mercato”³¹.

²⁷ Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio” del 29 ottobre 2007.

²⁸ Regolamento CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti (aggiornato con le modifiche apportate con delibere n. 22422 del 28 luglio 2022 e n. 22437 del 6 settembre 2022, in vigore dal 21 ottobre 2022).

²⁹ Regolamento CONSOB n. 20307 del 15 febbraio 2018 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (modificato con delibera n. 22430 del 28 luglio 2022, in vigore dal 16 agosto 2022).

³⁰ Cfr. ASSEGNATI – ROTA, *Le modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto Bancario.it*, 2021, p. 32.

³¹ *Ibidem*. Tale riferimento è stato considerato eccessivamente generico da parte di alcuni operatori che hanno altresì evidenziato che spesso, nella prassi, il regolamento dello strumento riprenda pedissequamente le disposizioni attuative. Pertanto – secondo parte della dottrina – sembra che il

2. Alla luce di quanto anticipato *supra* e delle nuove sfide poste dall'ecosistema geo-politico e finanziario, giova adesso passare all'analisi del tema centrale di questa disamina, ovvero le nuove tendenze evolutive del fenomeno della gestione collettiva del risparmio. Più nel dettaglio, ci si concentrerà su una modalità – prassi costante di molte società alla ricerca di capitali – di recepimento di capitali, ovvero il *crowdfunding*³² (letteralmente, una forma di investimento collettivo nascente dallo sforzo condiviso di più investitori), nella primigenia forma dell'*equity crowdfunding* fino ad arrivare ad alcune inedite modalità di raccolta fondi, quali il *lended-based crowdfunding* o il *donation-based crowdfunding*.

2.1. Tra le tecniche alternative per il finanziamento delle imprese, negli ultimi anni ha assunto sempre maggiore rilevanza una modalità di raccolta del risparmio indirizzata alle piccole e medie imprese ed, in particolare, a quelle dotate di carattere innovativo – che nell'ordinamento italiano sono oggetto di una disciplina *ad hoc*, prescritta rispettivamente, dal D.L. 179/2012 per le *start up* innovative e dal D.L. 3/2015 per le PMI innovative – al fine di ampliare le loro capacità di raccolta di capitali sul mercato³³. Occorre, in via di prima analisi, anticipare che esistono plurimi *business models* di *crowdfunding*, che si possono distinguere in due

provvedimento in oggetto miri a sollecitare gli operatori del mercato a meglio dettagliare le previsioni del regolamento dell'OICR per rendere certo e trasparente il ricorso a tale facoltà.

³² In relazione non solo all'*equity-based crowdfunding*, ma anche al *lending-based crowdfunding*, occorre considerare il dato statistico della crescita degli stessi a ritmi particolarmente rapidi in tutti i paesi dell'Unione Europea (sul punto, V. l'indagine dell'OECD, *New Approches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the range of Instruments*, 2015, p. 53 ss.), ferma restando la distanza con i volumi di raccolta di paesi, quali il Regno Unito, con una forza economica e una consapevolezza di tali schemi particolarmente avanzate. Per maggiori informazioni sui tassi di crescita dei diversi modelli di *crowdfunding* nei principali Paesi europei e per il confronto con l'esperienza inglese, V. indagine del CAMBRIDGE CENTER FOR ALTERNATIVE FINANCE, *Shifting Paradigms. The 4th European Alternative Benchmarking Report*, 2019, pp. 17 e 41. Per un commento ai dati empirici relativi al nostro Paese, V. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2019, p. 650.

³³ Sul punto si veda il documento di consultazione della COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*, 3 ottobre 2013, p. 6 ss. e le relative risposte pubblicate nella Comunicazione della Commissione del 27 marzo 2014, p. 7 ss., nonché lo studio, commissionato dall'Unione Europea e realizzato da OPEN EVIDENCE-EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK-POLITECNICO DI MILANO, *Assessing the potential for crowdfunding and other form of alternative finance to support reaserch and innovation" (final report)*, 2017, p. 15 ss.

macrocategorie: (i) le iniziative di *equity crowdfunding*, finalizzate all'offerta, su una piattaforma regolamentata, di quote di partecipazione al capitale di rischio di un'impresa in forma societaria, che trova il suo pubblico d'elezione nelle aziende; (ii) il *social lending* (o *peer-to-peer lending*) che, invece, pur potendo essere utilizzato sia dalle aziende che da un privato, prevede l'erogazione, da parte degli investitori, di prestiti sotto qualsiasi forma, compresa la sottoscrizione di obbligazioni o titoli di debito della società emittente, con l'indubbio vantaggio della speditezza.

Nonostante i tentativi di definizione del fenomeno siano stati vari, il *crowdfunding* rappresenta indubbiamente una forma di finanziamento collettivo caratterizzata da un'amplissima diffusione alla luce della sua versatilità e capacità di essere impiegata in molti settori – in virtù, soprattutto, della centralità del mezzo informatico rispetto all'operazione di raccolta, la quale può svolgersi interamente su una piattaforma *web*³⁴ – nonché della sua complementarietà (e non sostituibilità) rispetto ai metodi tradizionali di finanziamento delle piccole e medie imprese³⁵, ai quali viene però sempre più spesso preferito il ricorso al *crowdfunding*, alla luce degli alti costi dell'attività di raccolta di capitali sul mercato e delle difficoltà di accesso al credito, soprattutto per realtà non abbastanza strutturate né mature quali le PMI.

Inoltre, il ricorso al finanziamento mediante le piattaforme di *crowdfunding* permette, altresì, alle piccole imprese innovative l'indubbio vantaggio di validare la propria proposta imprenditoriale innovativa, potendola presentare “in anteprima” a potenziali investitori che, ove dovessero apprezzarla, potranno contestualmente

³⁴ Cfr. CORSO, *Il Regolamento Europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 3, 2021, p. 501.

³⁵ Sulla complementarietà dell'*equity-crowdfunding* rispetto ad altri canali di finanziamento, V. OECD, *New Approches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the range of Instruments*, p. 17 ss; BORRELLO et al., *The Funding Gap and the Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence from European Platforms*, in *Journal of Internet Banking and Commerce*, 1, 2015, p. 20.

finanziarla ma anche prendere in considerazione il consumo dei relativi prodotti³⁶.

Seppure senza mettere mai in dubbio le sconfinite potenzialità presentate dalla tecnica di finanziamento in oggetto, fino al 2020, la disciplina *de quo* è stata alquanto frammentata, essendo demandata alle singole normative nazionali, sia dal punto di vista della definizione delle attività qualificabili come tali, che in relazione alla regolamentazione dei gestori dei portali, con l'effetto di ostacolare un'operatività transfrontaliera delle piattaforme di *crowdfunding*, nonostante la facilità con cui il mezzo informatico è in grado di raggiungere i potenziali investitori indipendentemente dalla loro collocazione geografica³⁷.

In tale contesto, l'ordinamento italiano si è distinto per essere stato uno dei primi dell'Unione Europea a varare, nel 2013, una disciplina organica – il Regolamento CONSOB n. 18592/2013 sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line* (*Crowdfunding*)³⁸ – che individuava come autorità competente a vigilare sui gestori e sugli utenti delle piattaforme di *crowdfunding* la CONSOB, demandandole altresì il compito di pubblicare sul suo sito *internet* l'elenco dei gestori autorizzati. Tuttavia, anche nel nazionale, virtuoso, esperimento di innovazione mancava una disciplina *ad hoc* del *lending-based crowdfunding*, i cui gestori non soggiacevano ad alcuna forma di controllo da parte delle autorità di supervisione nazionali, né dovevano necessariamente ottenere una specifica autorizzazione per prestare l'attività in oggetto, eccezion fatta per l'obbligo di aver ottenuto, alternativamente, l'autorizzazione ad operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica (c.d. IMEL) o intermediari finanziari ai sensi dell'art. 106 del TUB³⁹.

³⁶ Cfr. AGRAWAL – CATALINI – GOLDFARB, *Some Simple Economics of Crowdfunding*, in LERNER – STERN (a cura di), *Innovation Policy and the Economy*, Chicago, 2014, pp. 70 ss.

³⁷ CORSO, *Il Regolamento*, cit., p. 501 ss.

³⁸ Regolamento aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, in vigore dal 16 febbraio 2020.

³⁹ L'unica, seppur scarna, regolamentazione sul punto si deve alle “*Disposizioni sulla raccolta del risparmio non bancaria*” (provvedimento n. 271 del 19/11/2016) adottate da Banca d'Italia nel 2016, volte a stabilire i criteri da rispettarsi da parte dei gestori delle piattaforme per non integrare una violazione del principio del divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico, oggetto – come noto – di riserva ad opera dell'art. 11 del T.U.B.

Ad ogni modo, il quadro attuale è destinato a cambiare ad opera del predetto Regolamento (UE) n. 2020/1503 che, anzitutto, non concede più ai gestori la facoltà di scegliere tra il mantenimento di un'operatività locale o la richiesta di un passaporto europeo, dal momento che – sin dalla data di scadenza del regime transitorio⁴⁰ (i.e., 10 novembre 2022) – tutti i gestori sono soggetti automaticamente alla normativa comunitaria in oggetto.

In secondo luogo, interessa evidenziare la nuova definizione⁴¹ del fenomeno in oggetto fornita dal Regolamento (UE) n. 2020/1503, costruita attorno alla distinzione tra un servizio di "*intermediazione nella concessione di prestiti*" e un servizio di "*collocamento senza impegno irrevocabile*" di valori mobiliari ed altri strumenti ovvero di "*ricezione e trasmissione di ordini di clienti*" relativamente agli strumenti offerti sui portali *online*⁴². La predetta definizione è stata frutto di una lunga gestazione, soprattutto alla luce della natura stessa del servizio di *crowdfunding* che non sembra rientrare a pieno titolo tra i servizi di investimento disciplinati dalla Direttiva MiFID.

Ad ogni modo, se a livello italiano autorevole dottrina si è spesso mostrata favorevole all'assimilazione del *crowdfunding* ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini, e – in alcuni casi - al servizio di collocamento⁴³, a livello europeo l'ESMA ha

⁴⁰ L'art. 48 del Regolamento (UE) in oggetto prevede che "*I fornitori di servizi di crowdfunding possono continuare, conformemente al diritto nazionale applicabile, a prestare servizi di crowdfunding che sono inclusi nell'ambito di applicazione del presente regolamento fino al 10 novembre 2022 o fino al rilascio di un'autorizzazione di cui all'articolo 12, se tale data è anteriore*".

⁴¹ Infatti, anche i legislatori nazionali hanno faticato a ricondurre il *crowdfunding* ad una definizione univoca, e, se in alcuni casi, si è evitato di equiparare il *crowdfunding* ad uno dei servizi di investimento esistenti, altri legislatori, quali quello francese e spagnolo, hanno preferito limitarsi a qualificare il servizio come forma di intermediazione che consiste nel mettere in relazione, attraverso un sito *internet*, i titolari di un determinato progetto con i potenziali investitori.

⁴² Cfr. rispettivamente l'art. 3, comma 1°, lett. a) della proposta di Regolamento Europeo sul *crowdfunding* emendata dal Parlamento il 27 marzo 2019 e l'art. 2, comma 1°, lett. a), del Regolamento (UE) 2020/1503, nonché l'art. 3, comma 1°, lett. a) della proposta di Regolamento presentata dalla Commissione europea in data 8 marzo 2018.

⁴³ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020, p. 389; ACCETTELLA – CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, I, 2017, pp. 237 ss.; MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non*

proposto, per la prima volta, di equiparare il *crowdfunding* al servizio di “ricezione e trasmissione di ordini”⁴⁴, facendo leva su quella che riteneva essere la nota caratterizzante delle attività di tali piattaforme, ovvero la capacità di abbinare gli interessi dei potenziali investitori con quelli dei titolari dei progetti. Tuttavia, con il tempo si è fatta strada una definizione più ampia, di recente fatta propria dal Regolamento (UE) n. 2020/1503, volta a concepire il *crowdfunding* come forma di intermediazione finanziaria risultante dalla combinazione di servizi di investimento diversi⁴⁵, definibile come la “prestazione congiunta” dei servizi di ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti e di collocamento (senza impegno irrevocabile) di valori mobiliari e di altri strumenti su una piattaforma *online*, mentre il *lending-based crowdfunding* presenta l’ulteriore specificazione di agevolare la concessione di prestiti⁴⁶.

Tanto premesso, una parte rilevante del Regolamento (UE) n. 2020/1503 è dedicata alle norme sul conflitto di interessi – giustificabile alla luce del fatto che, nel *crowdfunding*, solitamente, investitore e prenditore di fondi possono vantare una conoscenza solo limitata dello strumento di finanziamento –; per tale motivo è imposto ai gestori di piattaforme *online* un generale obbligo di comportamento secondo il *best interest* dei clienti (per tali intendendosi sia i prenditori di fondi che gli investitori).

Peraltro, la principale norma di prevenzione in materia consiste, da un lato, nel divieto, imposto ai gestori, di ricevere benefici monetari (e non) di terzi per accettare offerte in piattaforma (c.d. *inducements*), e dall’altro nel divieto di

strettamente necessaria, in *Riv. soc.*, 4, 2016, pp. 648 ss.; MACCHIAVELLO, *La modifica del regolamento CONSOB in materia di equity-crowdfunding alla luce dell’evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell’investment-based crowdfunding*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2016, pp. 287 ss.

⁴⁴ ESMA, *Opinion on Investment-based crowdfunding*, 18 dicembre 2014, (2014/1378), p. 4 ss.

⁴⁵ Cfr. ACCETTELLA, *Raccolta di capitali di rischio tramite portali e forme di intermediazione finanziaria*, in CORSO (a cura di), *Start-up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Napoli, 2019, pp. 178 ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. Soc.*, 2/3, 2014, p. 381.

⁴⁶ Cfr. considerando 10 e art. 2, comma 1, lett. a) del Regolamento in oggetto.

partecipare all'offerta per quegli azionisti che detengano una partecipazione superiore al 20% nel capitale sociale di una società le cui quote siano offerte in sottoscrizione mediante una piattaforma di *crowdfunding*. Inoltre, ad opera del Regolamento (UE) n. 2020/1503, ai gestori di piattaforme di *crowdfunding* viene attribuito un ruolo pregnante come intermediari reputazionali (*i.e.*, *gatekeepers*), essendo loro affidato il ruolo di moderazione dei flussi informativi delle società che intendono pubblicare un'offerta presso il portale da loro gestito⁴⁷, in particolare imponendo ai gestori di verificare le informazioni pubblicate sui portali, garantendone la completezza e la correttezza, nonché di attivarsi per segnalare o rimuovere eventuali omissioni o errori⁴⁸, a pena di violazione di una delle fondamentali regole di condotta previste a loro carico.

Un'ultima interessante problematica risolta, almeno nelle intenzioni, dal Regolamento in analisi, è quella della frequente illiquidità dell'investimento effettuato nei portali *online*, alla luce dell'inesistenza di un mercato secondario per gli strumenti negoziati sulle piattaforme di *crowdfunding*. E, in particolare, lo strumento utilizzato dal regolatore europeo è stato la creazione dei c.d. "*bulletin boards*", concessi ai gestori dei portali *online*, che possono appunto creare delle bacheche virtuali in cui sponsorizzare le richieste di acquisto e di vendita, rispettivamente degli investitori e delle società alla ricerca di finanziamenti, agevolando così l'incontro di interessi. Giova in ogni caso precisare che tale attività non configura un "*sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale*" e non è, pertanto, annoverabile tra le sedi di negoziazione

⁴⁷ Per alcune proposte in questo senso v. HEMINWAY, *Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the "Crowd"*, in *Vermont Law Review*, 2014, pp. 844 ss.; HANKS – ROMANO – TONELLI, *Madness of the crowds or regulatory preconception? The weak foundation of financial crowdfunding regulation in the US and Italy*, in *European Company Law Review*, 2014, pp. 256 ss.

⁴⁸ Cfr. CORSO, *Il Regolamento*, *op. cit.*, p. 501.

disciplinate dalla Direttiva MiFID II⁴⁹.

Pare opportuno segnalare, senza pretese di esaustività, un particolare interesse della dottrina più recente per le attività accessorie che i gestori di piattaforme *online* sono autorizzati a svolgere, con specifico riferimento, ad esempio, all'utilizzo di sistemi tecnologici – quali la *blockchain* – per il trasferimento automatico, tramite l'utilizzo di piattaforme come quelle di *crowdfunding* – di strumenti finanziari, sotto forma di *tokens*, ovvero per lo scambio di *crypto-assets*. Un tema, quest'ultimo, molto caldo, affrontato sia a livello europeo, con la proposta "MiCAR" della Commissione europea ("*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets*") del 24 settembre 2020, sia a livello nazionale, con la consultazione condotta dalla CONSOB in materia di offerte e di scambi di cripto-attività⁵⁰ e con la copiosa disamina dottrinale conseguente⁵¹.

Come anticipato in premessa, le importanti novità apportate dal Regolamento (UE) n. 2020/1503 sono state recentemente oggetto di particolare attuazione da parte del Governo nazionale, ad opera dell'approvazione – intervenuta in data 10 marzo 2023 – del Decreto Legislativo n. 28/2023⁵², che attua il predetto Regolamento relativamente ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

⁴⁹ Cfr. l'art. 25, Regolamento (EU) sul *crowdfunding* e v., altresì, il 55° considerando, ove si precisa che l'attività di *trading* eventualmente svolta tramite le bacheche elettroniche deve essere intesa come attività a totale discrezione del cliente, che ne è l'unico responsabile.

⁵⁰ CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività. Rapporto finale*, 2 gennaio 2020, p. 3.

⁵¹ In particolare, tra coloro a favore dell'incorporazione di quote in *tokens* nel contesto delle operazioni di *crowdfunding*, V. ANNUNZIATA, *Strumenti di raccolta a sostegno delle PMI: OICR specializzati e Initial Coin Offerings*, in AA.VV., *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo. Atti del Convegno di studi*, Courmayeur 14-15 settembre 2020, Milano, pp. 145 ss., che ammette altresì la successiva negoziabilità dei *tokens* nell'ambito di piattaforme digitali tramite la tecnologia *blockchain*. In senso contrario, cfr. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 2020, p. 113 ss.

⁵² D. Lgs. n. 23 del 10 marzo 2023 "*Attuazione della direttiva 2020/1828/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2020, relativa alle azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e che abroga la direttiva 2009/22/CE. (23G00036)*".

Indubbiamente la più innovativa tra le previsioni è quella relativa alla possibilità che, in deroga all'art. 2468 c.c., le quote di partecipazione a S.r.l. ordinarie (per tali intendendosi quelle non rientranti nella categoria di *start-up* innovative ovvero di PMI (sia innovative che non) possano essere offerte al pubblico anche attraverso piattaforme di *crowdfunding*, al fine di adeguare la normativa nazionale agli approdi raggiunti da quella comunitaria. In particolare, la sottoscrizione di tali strumenti potrà essere effettuata mediante intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento, i quali – entro trenta giorni dalla chiusura dell'offerta – dovranno depositare presso il Registro delle Imprese, una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo⁵³ e consentendo in tal modo ai sottoscrittori che lo richiedano di alienare le quote nonché di richiedere, in qualsiasi momento, l'intestazione a sé stessi delle quote di loro pertinenza.

Un'ulteriore novità, recentemente prevista dal Decreto Legislativo n. 28/2023, impone a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding* l'obbligo di fornire ai potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, redatta dal titolare del progetto oggetto di offerta sul portale di *crowdfunding*, da redigersi in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro UE⁵⁴.

2.2. A valle dell'operata disamina relativa all'*equity crowdfunding*, occorre avere in mente che – secondo grande parte della dottrina – esistono varie altre tipologie di *crowdfunding*, in generale afferenti alla seconda grande macrocategoria, quella del *lending-based crowdfunding* (LBC). È, tuttavia interessante, seppur in via di semplice annotazione, specificare che, a seguito dell'inserimento del comma 1-ter nell'art. 100-ter T.U.F. – per effetto del quale è

⁵³ Cfr. URTI, *Crowdfunding: approvato il decreto che attua il regolamento UE*, in Ipsoa, 2023.

⁵⁴ *Ibidem*.

ammissibile finanziare le piccole e medie imprese anche mediante la sottoscrizione, riservata ad investitori professionali, di obbligazioni e/o strumenti finanziari di debito – gli interpreti hanno individuato una sorta di *tertium genus*, quello del *debt crowdfunding*, come modello distinto da quelli *lending* ed *equity*⁵⁵.

Tanto premesso, la dottrina ha spesso tentato di classificare le diverse tipologie di *crowdfunding*, facendo riferimento al criterio del fattore remunerativo, in base al quale vengono individuati modelli ormai divenuti classici, ai quali si affiancano forme ibride sempre più diffuse⁵⁶.

In primis, il modello c.d. di *lending-based crowdfunding*, altresì noto come *crowdlending* o *social lending*⁵⁷, attiene a prestiti riconosciuti a privati o ad imprese, solitamente ad un tasso agevolato, al fine di consentire l'accesso al credito a soggetti di norma non facilmente bancabili, ai quali il credito ordinario è solitamente precluso per mancanza di garanzie. Dal momento che, tale forma di finanziamento è – come anticipato – ammessa anche in modalità *peer – to – peer –*, la mancata previsione di un'adeguata regolamentazione è stata per lungo tempo oggetto di aspre critiche, fino all'adozione del già citato Regolamento (UE) n. 1503/2020. Tale Regolamento ha, infatti, avuto l'indubbio merito di prevedere una disciplina uniforme in tutti gli Stati Membri e applicabile ai gestori delle piattaforme *online*, sia che offrano alle imprese servizi di *equity* che di *debt* o *lending*

⁵⁵ In particolare, si sono occupati di tale aspetto AMATO, *Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding*, in www.dirittobancario.it, 2019; POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osserv. dir. civ. comm.*, 2020, pp. 161 ss.

⁵⁶ V. *ex multis*, PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del "fare impresa"*, Milano, 2018; PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013.

⁵⁷ Sul punto, cfr. LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2, 2017, pp. 309 ss.; LEPORE, *Prospettive e limiti dei nuovi modelli finanziari alternativi: il social lending e il crowdfunding*, in DI SABATO – LEPORE (a cura di), *Sharing economy. Profili giuridici*, Napoli, 2018, pp. 61 ss.; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2018, pp. 63 ss.

*crowdfunding*⁵⁸.

Pertanto, anche al fine di individuare il compito che dovranno svolgere il legislatore nazionale e la CONSOB, in qualità di autorità di vigilanza regolamentare, intervenendo con una disciplina domestica sul *lending-based crowdfunding*, come già fatto in altri ordinamenti, occorre analizzare le principali novità introdotte dal Regolamento in parola.

Anzitutto, nell'impianto del Regolamento (UE) n. 2020/1503, il *lending-based crowdfunding* può presentarsi in due distinte modalità (cfr. art. 2, par. 1, lett. b) e c) del Regolamento):

- (i) il c.d. prestito specifico, in cui la somma fornita viene associata – in virtù del meccanismo di assegnazione della piattaforma digitale – ad un determinato progetto di *crowdfunding* che chiede di essere finanziato (ivi, lett. b) del Regolamento); e
- (ii) la c.d. “*gestione di portafoglio individuale di prestiti*”, in cui si verifica, invece, una “*ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla sua piattaforma di crowdfunding conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale*” (art. 2, par. 1, lett. c) del Regolamento).

Venendo al tema oggetto del presente scritto, ovvero la gestione del risparmio e dei portafogli di investimenti, occorre considerare che, nel contesto della nuova regolamentazione data del fenomeno in oggetto dal Regolamento

⁵⁸ Sul punto, cfr. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca, impr., soc.*, 1, 2022, pp. 27 ss.; PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 3, 2021, pp. 427 ss.; ROSSI, *Il nuovo Regolamento Europeo sui servizi di crowdfunding: l'Europa e il mercato della condivisione*, in *Contr. e impr. Europa*, 3, 2021, pp. 587 ss.

citato, tale attività, oltre ad essere la più complessa tra quelle analizzate⁵⁹, è inevitabilmente la più interessante e quella maggiormente connotata dalla discrezionalità.

Tale discrezionalità del gestore, rispetto al patrimonio raccolto, si esplica nella selezione delle opzioni di finanziamento tra più progetti, secondo i contenuti minimi del Regolamento⁶⁰. In particolare, l'*asset manager* – ai sensi dell'art. 6 del Regolamento – deve precisare “*i parametri per prestare tale servizio*”, i quali dovranno dunque contenere “*almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l'investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza*”.

Così, la selezione del progetto da finanziare con un prestito, nell'*individual portfolio management of loans*, è dunque compiuta dal gestore per conto dell'investitore e non direttamente da quest'ultimo, sulla base delle consulenze del primo; pertanto, proprio da tale specificità emerge una nuova caratterizzazione rispetto al comune *crowdfunding*, ovvero l'ampliamento dei poteri del fornitore di servizi⁶¹.

Da tale modello, si passa allo schema c.d. *donation-based*, che – in una delle

⁵⁹ CORSO, *Il Regolamento, op. cit.*, pp. 282 ss., ove il rilievo che “*il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti rappresenta, in effetti, un unicum nel panorama dei servizi di crowdfunding*”.

⁶⁰ PERRINO, *Appunti, cit.*, pp. 33 ss.

⁶¹ PERRINO, *Appunti, op.ult.cit.*, p. 34. Inoltre, rientra nella definizione di “*gestione individuale di portafogli di prestiti*” anche quella tipologia di *lending-based crowdfunding* in cui l'abbinamento dei fondi degli investitori ai progetti di *crowdfunding* ha luogo da parte del gestore applicando un processo di assegnazione automatica “*secondo parametri e indicatori di rischio predeterminati dall'investitore*”, difettando anche qui una decisione diretta dello stesso investitore circa la selezione del progetto da finanziare (Reg., 20 considerando).

sue prime manifestazioni – è stato sperimentato per finanziare la campagna elettorale per la presidenza Obama e che si caratterizza per l'assenza di corrispettivo, così assurgendo a strumento di elezione per iniziative filantropiche⁶²; infatti, il *donation-based crowdfunding* consiste in una raccolta fondi su larga scala finalizzata al sostegno di cause specifiche, effettuata tramite piattaforma o sito personale del *fundraiser*, con una durata commisurata all'obiettivo avuto di mira – nascente solitamente da iniziative di natura politica, culturale, sociale, ambientale o assistenziale⁶³ – e senza previsione di alcuna remunerazione dell'importo versato⁶⁴. Pertanto, il *donation-based crowdfunding* sembra rientrare nello schema del contratto di donazione, seppure di modico valore, pur non consistendo in un'attività identitaria e isolata come la comune donazione, bensì inserendosi nel contesto di una dinamica spersonalizzata e attuata tramite il *web*⁶⁵. Così, l'elemento dirimente per distinguere una generica attività di fornitura di capitali da un'attività donativa è proprio lo spirito donativo avuto di mira – e, quindi, l'intento di porre spontaneamente in essere una liberalità, ovvero un'attribuzione patrimoniale senza corrispettivo – a vantaggio del beneficiario, per soddisfare un interesse non patrimoniale del disponente⁶⁶.

Pertanto, e in via di prima approssimazione, alla luce delle analisi completate nel presente paragrafo e in quello che precede, sembra potersi sostenere che il

⁶² Il modello c.d. *donation-based* si distingue dal *reward-based crowdfunding*, in cui ai sostenitori/finanziatori spetta una sorta di ricompensa (c.d. *reward*) non necessariamente pecuniaria.

⁶³ Ad esempio, Universitiamo (www.universitiamo.eu), piattaforma per la ricerca scientifica dell'Università di Pavia, CiviBanca (www.civibank.it), che adotta lo strumento del *crowdfunding* per progetti di utilità sociale per il territorio ideati e gestiti da associazioni *no profit*.

⁶⁴ Cfr. ZINNO, *Il Donation-based crowdfunding: riflessioni sul dono in rete*, in *Contratto e Impr.*, 4, 2022, p. 1104.

⁶⁵ Cfr. RENDA, *Donation-based crowdfunding, raccolte fondi oblativo e donazioni di scopo*, Milano, 2021, pp. 550 ss.

⁶⁶ Secondo autorevole dottrina, lo spirito di liberalità individua la funzione della donazione e, pertanto, si colloca su un piano diverso dai motivi: l'*animus donandi* è un carattere del tipo, consistente nell'intento comune ad entrambi i contraenti di porre in essere un regolamento di interessi consistente in una dazione senza corrispettivo a favore del beneficiario; V. CATAUDELLA, *Successioni e donazioni. La donazione*, in CATAUDELLA (a cura di), *Scritti sui contratti*, Padova, 1998, pp. 10 ss.

fenomeno del *crowdfunding* sia particolarmente centrale nelle tendenze macroeconomica di raccolta del risparmio, da un lato, e di ricerca fondi, dall'altro lato, anche in virtù dell'approccio, ispirato ad una logica di semplicità ed elasticità, al fenomeno da parte di tutti i soggetti coinvolti⁶⁷.

Resta, tuttavia, il nodo della mancata regolamentazione – oggi parzialmente risolta con l'adozione del Regolamento (UE) n. 2020/1503 – di tutte le possibili tipologie del fenomeno in oggetto, con particolare riferimento al *lending-based crowdfunding* e al *donation-based crowdfunding*. Se con riferimento alla prima ipotesi il Regolamento in oggetto è, seppur limitatamente intervenuto (cfr. *supra*), il *donation-based crowdfunding* resta ancora un punto problematico, anche perché, se il sistema del diritto civile manifesta tendenziale sfavore per gli atti di disposizione caratterizzati dalla gratuità⁶⁸, anche l'analisi economica è abbastanza salda nel rimarcare come il dono abbia un ruolo totalmente marginale nel fenomeno di circolazione della ricchezza.

Pur prendendo atto di quanto testé esposto, il ruolo costantemente innovativo del *web* come veicolo di manifestazione dell'intento (anche di investimento) sta continuando a mettere in discussione gli approdi dottrinali più recenti sia attraverso l'indiscusso effetto accelerativo nell'accesso ai capitali, sia mediante un ampliamento del bacino di potenziali finanziatori, sia, ancora, consentendo ai progetti il lusso di una rinnovata visibilità⁶⁹. Non a torto, quindi, la miglior dottrina ritiene che si possano attendere futuri e rilevanti interessamenti del regolatore sul punto, attraverso la creazione di nuovi strumenti regolamentari che favoriscano l'utilizzo di piattaforme del *web* per valorizzare logiche solidaristiche e

⁶⁷ ZINNO, *Il Donation-based crowdfunding*, cit., p. 1104.

⁶⁸ Cfr. RODOTÀ, *Gratuità e solidarietà tra impianti codicistici e ordinamenti costituzionali*, in GALASSO – MAZZARESE (a cura di), *Il principio di gratuità*, Milano, 2008, pp. 97 ss.; RESTA, *Gratuità e solidarietà: fondamenti emotivi e "irrazionali"*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 32, 2014, pp. 25 ss.

⁶⁹ V. *ex multis*, DELFINI – FINOCCHIARO, *Diritto dell'informatica*, Torino, 2014, pp. 351 ss.; RESTA – ZENCOVICH, *Volontà e consenso nella fruizione dei servizi in rete*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2018, pp. 411 ss.

cooperative.

3. Venendo alle battute finali del presente scritto, occorre passare in rassegna – seppur brevemente – il *framework* normativo costituito, da un lato, dalla Direttiva 2019/1160/UE e, dall’altro lato, dal Regolamento (UE) 2019/1156⁷⁰, nonché dal recente Regolamento di esecuzione (UE) 2021/955 finalizzato a (i) l’armonizzazione di regole comuni (ivi inclusi gli orientamenti dell’ESMA, come recepiti nel *Final Report* ESMA n. 34-45-1244 del 27 maggio 2021⁷¹) e di disposizioni tecniche per le pubblicazioni e le notifiche delle norme di commercializzazione di OICR a livello transfrontaliero, nonché (ii) la costituzione di una banca dati centralizzata relativa alla commercializzazione transfrontaliera di FIA e OICVM⁷².

Come chiarito dalla normativa medesima, tale *corpus* normativo ha la finalità di armonizzare le regole e i principi applicabili agli *asset manager* nazionali, allo scopo di facilitare loro la distribuzione dei fondi gestiti, anche al di fuori dei confini nazionali⁷³, in particolare rimuovendo l’ostacolo – previsto dalla normativa previgente – che impediva ai gestori di sfruttare il c.d. passaporto europeo previsto dalle Direttiva UCITS e AIFMD⁷⁴.

Un altro importante merito del pacchetto normativo in oggetto è la classificazione delle attività rientranti nel concetto di distribuzione di OICR e, in generale, il collocamento di fondi nell’Unione, ovvero la commercializzazione, la

⁷⁰ Regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014.

⁷¹ ESMA, *Final Report n. 34-45-1244*, 27 maggio 2021.

⁷² MANFROI – BONARDI, *La distribuzione cross-border di OICR nel nuovo framework europeo*, in *Diritto Bancario, Approfondimenti*, 2021, p. 50.

⁷³ Cfr. Direttiva 2019/1160/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, Considerando n. 2.

⁷⁴ Cfr. COX, *Break for the Border: Reform of Cross-Border Distribution of Investment Funds*, consultabile all’indirizzo <https://www.arthurcox.com/knowledge/break-for-the-border-reform-of-crossborder-distribution-of-investment-funds/>.

pre-commercializzazione e le comunicazioni di *marketing*⁷⁵.

In particolare, la commercializzazione era definita a livello interno come ogni “*offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, rivolti agli investitori e in qualsiasi forma effettuati, realizzati su iniziativa del gestore o per conto del gestore, sia in forma diretta che indiretta, finalizzati alla sottoscrizione o all’acquisto di quote o azioni OICR*”⁷⁶ e – come evidente – tale definizione non ricomprendeva tutte quelle attività di *scouting* prodromiche al lancio del fondo che gli *asset manager* devono svolgere per diffondere i loro prodotti.

Attualmente, invece, anche tale fase risulta disciplinata dal legislatore della Direttiva 2019/1160/UE e ciò ha determinato due conseguenze: in primo luogo, l’individuazione dell’attività di commercializzazione vera e propria non è più agevole e, in seconda battuta, la determinazione del perimetro di applicazione della definizione di attività di *scouting* è inevitabilmente rimessa alle interpretazioni delle autorità nazionali.

Inoltre, norme di armonizzazione hanno interessato anche le attività di pre-commercializzazione, ovvero la fornitura di informazioni del più vario genere su strategie o idee di investimento da parte di un GEFIA UE o per suo conto, a potenziali investitori professionali aventi sede legale nell’Unione, al fine di testare il loro interesse in un FIA o in un comparto non ancora costituito, o costituito, ma la cui costituzione non è ancora stata notificata alle autorità competenti ai fini della commercializzazione nello Stato membro⁷⁷.

Infatti – grazie all’inserimento nella Direttiva AIFMD dell’art. 30-*bis* – è

⁷⁵ In aggiunta, la Direttiva in oggetto prevede l’introduzione di un regime di commercializzazione dedicato agli investitori al dettaglio, disponendo che, in caso di commercializzazione da parte di un GEFIA delle quote o azioni di un FIA agli investitori al dettaglio, il medesimo GEFIA dovrà prevedere l’istituzione, nello Stato membro, di strutture per lo svolgimento dei compiti individuati nell’art. 43-*bis* della Direttiva AIFMD. Si noti che, ove un GEFIA intenda commercializzare agli investitori al dettaglio di un particolare Stato membro, l’Autorità nazionale competente potrà richiedere la notifica preventiva delle comunicazioni di *marketing* (cfr. art. 7, par. 3, del Regolamento).

⁷⁶ Cfr. Titolo II, Capitolo III, par. 3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

⁷⁷ MANFROI – BONARDI, *La distribuzione cross-border*, cit., p. 55.

adesso possibile distinguere chiaramente tale attività da quella di commercializzazione vera e propria, dal momento che tra le attività integranti di tale fattispecie distributiva vi è quella di fornitura, ad investitori professionali, di informazioni che (i) siano sufficienti a determinare l'impegno degli investitori ad acquisire quote o azioni di un particolare FIA; (ii) equivalgano a moduli di sottoscrizione; ovvero (iii) equivalgano agli atti costitutivi e/o ad altri documenti analoghi, quali il prospetto o altri documenti di offerta di un FIA non ancora istituito in versione finale⁷⁸.

Pertanto, un'attività che rispetti, *inter alia*, i requisiti predetti, si qualificherà come attività di pre-commercializzazione, con la conseguenza che non si applicheranno obblighi di notifica né ulteriori condizioni, per effetto dell'espresso divieto di cui all'art. 30-bis, par. 1, co. 3 della Direttiva AIFMD. Ovviamente, tale novità regolamentare ha importanti conseguenze positive per gli operatori del settore che sono adesso liberi di sondare il terreno e valutare l'interesse degli investitori senza che tale attività si qualifichi come commercializzazione di un OICR e senza far scattare i presidi della disciplina di tale ultima attività⁷⁹. Infine, la Direttiva in oggetto prevede che gli *asset manager* debbano notificare – almeno quindici giorni entro l'inizio dell'attività – all'Autorità nazionale competente gli Stati membri in cui l'attività di pre-commercializzazione sarà svolta, nonché i periodi di durata della stessa e, se del caso, un elenco dei FIA e dei comparti di FIA che sono o sono stati oggetto di pre-commercializzazione⁸⁰.

Infine, la disciplina relativa alle comunicazioni di *marketing*⁸¹ prevede che i

⁷⁸ MANFROI – BONARDI, *La distribuzione cross-border*, *op.ult.cit.*, p. 55.

⁷⁹ Cfr. BOUHARATI – FERREY, *Cross-border distribution: Ready for the next step*, in *Agefi Luxembourg*, 2020.

⁸⁰ Cfr. MANFROI, BONARDI, *La distribuzione cross-border*, *op. cit.*, p. 56.

⁸¹ Per identificare le attività rientranti nella definizione di comunicazione di *marketing* l'ESMA, il 27 maggio 2021, ha pubblicato degli Orientamenti (attualmente nello stadio del *final report*) recanti, *inter alia*, un elenco non tassativo di fattispecie rientranti o non rientranti nella nozione di comunicazione di *marketing*. Rientrano, *inter alia*, in tale elenco (i) i messaggi che pubblicizzano un OICVM o un FIA, indipendentemente dallo strumento utilizzato, le interviste, le pubblicità, i

gestori debbano preoccuparsi di identificarle mediante un *disclaimer* che le individui quali “attività di *marketing*”, dal momento che trattasi di comunicazioni meramente commerciali e non suscettibili di permettere l’assunzione di una decisione di investimento. In ogni caso, il gestore dovrà comunque fornire specifiche informazioni agli investitori, inerenti, *inter alia*, ai rischi e ai rendimenti dell’acquisto di strumenti finanziari del fondo, nonché alle modalità attraverso le quali ottenere maggiori informazioni sull’investimento nonché sui meccanismi di c.d. ricorso collettivo previsti dal Regolamento (UE) 2019/1156 predetto⁸².

Occorre, infine, dare atto del complesso fenomeno della c.d. commercializzazione passiva, nota anche come “*reverse solicitation*” e del rapporto tra quest’ultima e la pre-commercializzazione⁸³.

Margherita Mercatali

documenti pubblicati via *internet*; (ii) i messaggi trasmessi sui *social media*; (iii) il materiale di *marketing* indirizzato individualmente a investitori o potenziali investitori, etc.

⁸² Cfr. Articolo 4, paragrafi 1 e 3 del Regolamento (UE) 2019/1156.

⁸³ Per una dettagliata e più compiuta analisi della questione, V. BOUHARATI – FERREY, *Cross-border distribution*, cit., p. 110; KEOGH – NERNARD – VOGT – JENNEN – DESSY, *Cross-border distribution of investment funds in Europe*, in *Linklaters Newsletter*, 2019.

L'OUTSOURCING NEI SERVIZI BANCARI E FINANZIARI, PROFILI DI GOVERNANCE E PROSPETTIVE DI VIGILANZA *

*(Outsourcing in banking and financial services, governance profiles
and supervisory perspectives)*

ABSTRACT: *Outsourcing calls for the adoption of appropriate governance measures to properly implement and monitor the new entrepreneurial formulas. Regulation arises to balance critical profiles with the need to counter the spread of 'empty shells' or 'letter-box entities'. This paper aims at outlining the regulatory framework envisaged for outsourcing contracts in banking and financial services focusing on the governance profiles of such agreements. On a final note, the research takes into consideration, albeit briefly, the main features of the supervisory approaches and the future perspectives of new Oversight mechanisms on third parties service providers.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Profili generali ed evoluzione della disciplina: *excursus* della regolazione sull'*outsourcing*. – 3. Il contratto di *outsourcing*: qualificazione giuridica e disciplina dell'esternalizzazione nei servizi bancari e finanziari. – 4. La valutazione degli accordi di *outsourcing* e la definizione di funzioni essenziali o importanti. – 5. La *governance* dell'esternalizzazione: tra controllo, gestione del rischio e continuità operativa. – 6. La supervisione degli accordi di esternalizzazione. – 7. Prospettive di vigilanza sui *service providers*? – 8. Conclusioni.

1. La globalizzazione del mercato e l'innovazione tecnologica costituiscono soltanto alcuni dei fattori di progressivo rinnovamento dei modelli di *business* dell'impresa bancaria e finanziaria. L'obiettivo di addivenire alla realizzazione di economie di scala induce gli intermediari ad innovare le proprie strutture

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

imprenditoriali adattandole alle mutate esigenze del mercato. L'*outsourcing* diviene il veicolo per il raggiungimento di obiettivi strategici e l'acquisizione di competenze tecniche altamente specializzate, pena la fuoriuscita dal mercato. Da catalizzatore alla intervenuta evoluzione, si inserisce altresì la possibilità per gli enti di colmare il *gap* tra i livelli di *performance* effettivamente conseguiti e potenziali. Per tale via, si afferma una particolare forma di coinvolgimento nell'attività bancaria, finanziaria e assicurativa, che consiste nell'affidare ad un soggetto terzo, denominato alternativamente *service provider*, *third party*, o *outsourcer*, funzioni altrimenti realizzate dallo stesso intermediario. Ne sono derivati rischi che hanno indirizzato l'intervento del legislatore comunitario¹ e domestico; la regolazione dell'attività si è evoluta e sviluppata nel tentativo di essere *al passo* coi modelli di un rinnovato *agere* imprenditoriale; *governare* tali fenomeni diviene di cruciale importanza, onde contemperare le libertà degli operatori di ricorrere a nuove e più efficienti formule organizzative con le esigenze di tutela della stabilità del sistema finanziario, di prevenzione del rischio sistemico e di tutela del risparmio.

Muovendo dalle superiori premesse, il presente lavoro intende delineare la peculiarità giuridica del contratto di *outsourcing* nei servizi bancari e finanziari soffermandosi la ricerca sui profili di *governance* degli accordi in disamina; a conclusione dell'indagine, si analizzeranno, seppur brevemente, i tratti dell'azione di vigilanza e le prospettive future di intervento cui potrà declinarsi la supervisione sulle *terze parti*.

2. Il fenomeno dell'esternalizzazione è stato fonte di attenta discussione nell'ambito dei principali consessi internazionali; a partire da essi e dalla fissazione

¹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Strategia in materia di finanza digitale per l'UE*, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Bruxelles, 24.9.2020, COM(2020), 591 final.

di *standards* operativi, *guidelines*, *best practices*, principi ordinatori uniformi, si è giunti all'introduzione di significativi cambiamenti del quadro normativo unionale e nazionale.

Sotto il profilo delle fonti, è dato segnalare l'ascrivibilità di tali interventi alla categoria degli strumenti di *soft law*, da qui la definizione di un insieme di regole che, seppur in principio non abbiano assunto una efficacia normativa vincolante, in prosieguo di tempo, in linea con quanto tipicamente avviene nel campo della regolamentazione finanziaria, hanno dispiegato effetti giuridici *pratici* – c.d. '*funzione di pre-law*' – influenzando, in uno con il concorso degli appartenenti al settore², la produzione legislativa in materia di *oustourcing*.

A livello internazionale, il 15 febbraio 2005, il Comitato di Basilea sulla Supervisione Bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), con il coinvolgimento dell'Organizzazione Internazionale delle Commissioni Titoli (IOSCO) e dell'Organizzazione Internazionale dei Supervisor Assicurativi (IAIS), '*Joint Forum*', pubblicava un rapporto³ che, pur riconoscendo i vantaggi che il

² Cfr. SNYDER, *The Effectiveness of European Community Law: Institutions, Processes, Tools and Techniques*, in *The Modern Law Review*, Vol. 56, No. 1 (Jan., 1993), pp. 19-54, consultabile al link <https://www.jstor.org/stable/1096573>; SNYDER, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, in *EUI Working Paper LAW No. 93/5*, Badia Fiesolana, San Domenico di Fiesole, Firenze, 1993, pp. 1-30; SENDEN, *Soft Law in European Community Law*, Oxford and Portland Oregon, 2004; RIJSBERGEN, *Legitimacy and Effectiveness of ESMA's Soft Law*, Cheltenham, UK, 2021, pp. 13-23; LEMMA, «*Best practices*» ed altri aspetti della «*soft law*», in *Mondo banc.*, 2006, Fasc. 4, pp. 9-15; LEMMA, «*Soft law*» e regolazione finanziaria, in *NGCC*, 2006, Fasc. 11, pp. 600 ss.; CAPRIGLIONE in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2022, pp. 25-29.

³ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *The Joint Forum, Outsourcing in Financial Services*, CH-4002 Basel, Switzerland, February 2005, visionabile al link <https://www.bis.org/publ/joint12.pdf>. Nello sviluppare i principi in materia di esternalizzazione, il Forum congiunto – '*Joint Forum*' – era composto dai comitati internazionali del settore bancario, mobiliare e assicurativo, rispettivamente *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), *the International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) and *the International Association of Insurance Supervisors* (IAIS).

Simultaneamente, nel febbraio del 2005, si segnalano l'adozione del rapporto del Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries* sull'esternalizzazione dei servizi da parte degli intermediari regolamentati, consultabile al link <https://www.iosco.org/>

ricorso all'esternalizzazione può fornire agli intermediari, esaminava i potenziali rischi che essa può comportare nel settore finanziario e sviluppava alcuni degli odierni principi cardine - *high-level principles*⁴ - in materia di esternalizzazione; l'*outsourcing* veniva definito come il ricorso di un'entità regolamentata ad una terza parte (o ad un'entità affiliata all'interno di un gruppo aziendale o un'entità esterna al gruppo aziendale) per lo svolgimento di attività, su base continuativa, che normalmente sarebbero state intraprese dalla stessa entità regolamentata. Tra i principi sviluppati in sede di *Joint Forum*: (i) l'individuazione di una politica di esternalizzazione, (ii) la previsione di un programma completo di gestione del rischio di esternalizzazione, (iii) la conduzione di un'adeguata *due diligence* nella selezione del fornitore, (iv) l'adozione in forma scritta dei contratti di *outsourcing*, (v) l'adozione di misure a tutela della protezione dei dati sensibili, (vi) il controllo delle Autorità di supervisione sulle attività esternalizzate come parte integrante della valutazione del mantenimento dei requisiti regolamentari, (vii) il monitoraggio dell'Autorità di vigilanza sul rischio di concentrazione.

A livello eurounitario, il percorso di regolamentazione dell'*outsourcing* veniva avviato dal Comitato europeo dei supervisori bancari (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS⁵) che nell'aprile del 2004, nell'ambito del lavoro

library/pubdocs/pdf/IOSCOPD187.pdf, che seguiva ad un precedente rapporto, del dicembre 2000, in materia di *'delega di gestione'* nell'*asset management industry*, Report of the Technical Committee of the IOSCO, *Delegations of functions*, disponibile al <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>.

⁴ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *The Joint Forum, Outsourcing in Financial Services*, cit., p. 3.

⁵ Il CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*), è stato successivamente soppresso e sostituito dall'EBA, (*European Banking Authority*) – Autorità bancaria europea – operativa dal 1° gennaio 2011 ed istituita dal Regolamento (UE) n. 1093/2010, nell'ambito dell'introduzione delle ESAs (EBA, ESMA, EIOPA). Le tre Autorità europee sono nate dalla trasformazione dei precedenti comitati di terzo livello (CEBS, CESR, CEIOPS) e ne hanno assunto tutti i compiti esistenti. Per un'analisi della mutata architettura di vertice di supervisione finanziaria v., tra gli altri, CAPRIGLIONE, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2022, pp. 83-91; TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AV.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di PELLEGRINI, Vicenza, 2016, pp. 505-528; TROIANO,

intrapreso dal *Groupe de Contact*⁶, sottoponeva a pubblica consultazione i principi elaborati in materia di esternalizzazione; questi avrebbero in seguito portato, nel 2006, all'emanazione delle rispettive *Guidelines* finalizzate a promuovere un adeguato livello di convergenza tra le pratiche di supervisione in materia di *outsourcing*⁷.

Parimenti di rilievo, con specifico riferimento all'esternalizzazione nell'ambito del gruppo bancario, l'intervento del Comitato di Basilea sulla Supervisione Bancaria (BCBS) del luglio 2005, culminato con la pubblicazione di un rapporto in tema di *corporate governance* infragruppo⁸.

Parallelamente, il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR), nell'ambito della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID), si vedeva impegnato nello sviluppo di una normativa europea

Interactions Between EU and National Authorities in the New Structure of EU Financial System Supervision, in *Law and Economics Yearly Review*, Vol. 1, Part 1, 2012, pp. 104-122.

⁶ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *The Joint Forum, Outsourcing in Financial Services*, cit., p. 8.

⁷ COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (CEBS), *Guidelines on outsourcing*, 14 December 2006, consultabili al link <https://www.eba.europa.eu/cebs-publishes-guidelines-on-outsourcing>. Le linee guida proposte erano basate sulle pratiche adottate e tenevano conto anche delle iniziative internazionali, come il *Joint Forum*, e delle iniziative europee in materia di *outsourcing*.

⁸ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *Enhancing corporate governance for banking organisations*, CH-4002 Basel, Switzerland, July 2005, consultabile al link <https://www.bis.org/publ/bcbs117.pdf>.

Il rapporto prendeva in considerazione il fenomeno dell'esternalizzazione all'interno del gruppo e delineava alcuni principi sottolineando l'importanza del mantenimento di adeguati livelli di responsabilità e di controllo all'interno di ogni banca del gruppo, tra questi: (i) che l'esternalizzazione infragruppo non può comportare la delega delle responsabilità degli amministratori e dell'alta dirigenza della banca alle entità del gruppo che forniscono i servizi esternalizzati, (ii) che la previsione di un solido governo societario contribuisce alla protezione dei depositanti e dei creditori e consente alle Autorità di vigilanza di fare maggiore affidamento sui processi interni della banca e di come (iii) un'eccessiva esternalizzazione all'interno del gruppo potrebbe portare una situazione in cui la banca diventi eccessivamente dipendente dalle affiliate o da terzi, (iv) che in ogni caso il conferimento in *outsourcing* di funzioni essenziali all'interno del gruppo non solleva la banca dall'obbligo di istituire e mantenere al suo interno adeguate funzioni di controllo. Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *Enhancing corporate governance for banking organisations*, cit., pp. 5-9.

sull'esternalizzazione⁹. Nel contesto di adozione della MiFID, si ravvisavano ulteriormente le premesse logiche di un assetto ordinatorio cui seguì, per ciò che rileva ai fini dell'indagine, l'adozione della Direttiva 2006/73/CE¹⁰ – Direttiva di secondo livello – preordinata alla predisposizione di efficaci meccanismi di *governance* e di controllo interno in tema di esternalizzazione.

In seno alle *Guidelines* emanate dal CEBS nel 2006, l'esternalizzazione veniva definita come l'utilizzo di una terza parte per lo svolgimento di attività che sarebbero state normalmente svolte dall'ente autorizzato, e per le quali il soggetto delegato potrebbe anche essere costituito da un'entità anch'essa vigilata; nell'individuare i soli enti creditizi quali destinatari delle previsioni, le linee guida in parola, coniavano l'espressione di '*attività materiali*'¹¹ limitando ad esse l'applicazione dei principi previsti. Già in quella sede, il regolatore delineava alcuni

⁹ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *The Joint Forum, Outsourcing in Financial Services*, cit., p. 8.

¹⁰ Così nell'ambito della Direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE (MiFID I) del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento, si definiva altresì il fenomeno dell'esternalizzazione nell'ambito dell'organizzazione interna degli intermediari; come già era emerso nell'ambito dei consessi internazionali, si esplicitava la necessaria adozione una politica di gestione del rischio che includesse il rischio derivante dall'*outsourcing*, il mantenimento della piena responsabilità in capo all'impresa esternalizzante, nonché l'obbligo di *due diligence* declinato nell'ottica del dispiegamento di una valutazione *ex ante* sul soggetto delegato.

Successivamente al sopraggiungere della crisi finanziaria del 2008, nell'ottica di rafforzamento degli standard prudenziali, si dispiegherà l'intervento della regolazione in materia di *outsourcing* ad opera della Direttiva 2013/36/UE (CRD4) e del Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR); sullo stesso fronte la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) come integrata dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 che inserisce un regime di coordinamento tra autorità in caso di esternalizzazione in favore di *service providers* situati al di fuori dell'Unione con la previsione dell'obbligo per gli Stati Membri di adottare accordi di cooperazione in mancanza dei quali il ricorso all'*outsourcing* è vietato. Cfr. MALAGUTI, *La regolamentazione sull'outsourcing negli intermediari finanziari tra standard internazionali e norme dell'Unione Europea*, in AA.VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, Milano, 2021, pp. 260-262.

¹¹ Con ciò si intendevano (i) attività di importanza tale che qualsiasi debolezza o fallimento nella fornitura di tali attività potrebbe avere un effetto significativo sulla capacità dell'ente autorizzato di adempiere ai propri obblighi regolamentari e/o di continuare la propria attività; (ii) le attività che richiedono l'ottenimento di una licenza da parte dell'autorità di vigilanza; (iii) qualsiasi attività che abbia un impatto significativo sulla gestione del rischio inclusa (iv) la gestione del rischio propriamente associato a tali attività.

dei principi chiave che governano l'esternalizzazione, di rilievo il divieto di esternalizzazione delle funzioni fondamentali – *core* – tra cui la definizione della politica di gestione del rischio dell'istituto¹².

In ambito domestico, il fenomeno dell'*outsourcing* ha visto evolversi l'approccio dell'Autorità di vigilanza; da una posizione di sostanziale inammissibilità della delega a terzi di determinate funzioni essenziali o importanti, si giungeva ad una graduale ammissione del ricorso all'esternalizzazione. Detto processo, in particolar modo, trovava conferma nel 2007 con l'emanazione di un provvedimento della Banca d'Italia che acconsentiva alle banche di ricorrere all'esternalizzazione della funzione di *compliance* imponendo, tuttavia, l'individuazione di un *compliance officer* interno che svolgesse il ruolo di referente tra l'ente creditizio ed il *service provider*¹³. Da questo intervento, è dato cogliere uno dei passaggi di '*apertura*' verso un assetto dei sistemi organizzativi dell'intermediario in linea con la mutata conformazione della '*moderna*' impresa bancaria. Secondo tale quadro prospettico, negli anni a seguire, seppur limitatamente all'esternalizzazione delle funzioni di controllo interno, si colloca la

¹² Cfr. COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (CEBS), *Guidelines on outsourcing*, cit., pp. 3-4, ove testualmente si prevede: "*The outsourcing of core management functions is considered generally to be incompatible with the senior management's obligation to run the enterprise under their own responsibility. Core management functions include, inter alia, setting the risk strategy, the risk policy, and, accordingly, the risk bearing capacity of the institution. Hence, management functions such as the setting of strategies and policies in respect of the authorised entity's risk profile and control, the oversight of the operation of the entity's processes, and the final responsibility towards customers and supervisors should not be outsourced*".

¹³ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza in materia di conformità (compliance)*, 10 luglio 2017, abrogato dal 1° luglio 2015, consultabile al link <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/disp-vig-conf/index.html>.

Le banche di dimensioni contenute, o caratterizzate da una limitata complessità operativa, potevano affidare, tramite un accordo scritto, lo svolgimento della funzione di conformità alle strutture esistenti incaricate della gestione dei rischi o a soggetti terzi (es. altre banche, organismi associativi di categoria), purché dotati di idonei requisiti di professionalità e indipendenza. In ogni caso, si inseriva la previsione della nomina di un responsabile della funzione all'interno dell'azienda con il compito di referente interno per il soggetto incaricato della funzione nonché la complessiva supervisione dell'attività di gestione del rischio, posto che la responsabilità per la corretta gestione del rischio di non conformità resta in capo alla banca.

prima versione della Circolare 285 del 17 dicembre 2013 della Banca d'Italia, recante le *'Disposizioni di vigilanza per le banche'*, che sostanzialmente replicava il contenuto delle CEBS *Guidelines on outsourcing* del 2006¹⁴.

A livello europeo, l'intervento più significativo, che demarca il passaggio verso una puntuale disciplina del fenomeno in disamina, si realizza nel 2019 ad opera dell'Autorità bancaria europea (EBA) con l'emanazione dei nuovi *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, di seguito anche indicati come *'Guidelines'* o *'Orientamenti'*, indirizzati, tra gli altri, a banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica. Con essi il legislatore europeo mira all'introduzione di un regime armonizzato relativamente a tutti gli accordi di *outsourcing*, finanche con riferimento ai servizi informatici e tecnologici.

Di specifico rilievo, nel 2021, si segnala il contributo dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) con la pubblicazione degli *Orientamenti in materia di esternalizzazione di servizi cloud* rivolti ad un ampio novero di operatori, tra cui gli intermediari che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio, relativamente agli accordi di *outsourcing* dei servizi di *cloud computing*.

A ciò si aggiungano, in prosieguo di tempo, gli intervenuti aggiornamenti alla Circolare 285; con essi la Banca d'Italia definirà i contenuti delle *policy* di *outsourcing* adottate dagli intermediari, quali il rispetto di certi livelli minimi di servizio che i *providers* sono tenuti rispettare in pendenza del rapporto, l'opportunità di una attenta *due diligence* sui fornitori e la previsione di piani di continuità operativa. Compatibilmente alle nuove indicazioni dettate dall'EBA, si inserisce il 34° aggiornamento del 23 settembre 2020 alla Circolare 285 della Banca d'Italia, di recepimento, attraverso la tecnica del rinvio *per relationem*, dei

¹⁴ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, versione visionabile al seguente link https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Circ_285_pub.pdf.

principi dettati dagli orientamenti EBA in materia di esternalizzazione; di tal guisa, si determina l'introduzione per le banche di specifici obblighi informativi, sulla scorta di essi la previsione che queste informino tempestivamente l'Autorità di vigilanza competente circa le modifiche rilevanti inerenti agli accordi di esternalizzazione siglati che potrebbero avere un impatto significativo sulla continuità delle attività operative.

In tale cornice, tornando ancora nell'ambito dei consessi internazionali, è dato rilevare come oggetto di attenzione abbia destato, il 14 giugno 2021, la conclusione della consultazione pubblica intervenuta a seguito della pubblicazione di un *discussion paper* da parte del *Financial Stability Board* (FSB) volto a suscitare una riflessione, tra le Autorità, le istituzioni finanziarie ed i fornitori di servizi, sulle modalità attraverso cui identificare, gestire ed attenuare il rischio di funzione per gli intermediari preservando la stabilità complessiva del sistema finanziario¹⁵.

L'ultimo e più recente intervento in materia, costituito dal Regolamento (UE) 2022/2554 (DORA) relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario, mira a favorire lo sviluppo dei servizi digitali armonizzando e rafforzando i presidi di sicurezza tecnica e di *governance* degli intermediari vigilati,

¹⁵ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Regulatory and Supervisory Issues Relating to Outsourcing and Third-Party Relationships: Discussion paper*, 9 November 2020, consultabile al seguente link <https://www.fsb.org/2020/11/regulatory-and-supervisory-issues-relating-to-outsourcing-and-third-party-relationships-discussion-paper/>.

Il documento di sintesi, evidenzia una serie di criticità collegate all'identificazione, gestione e mitigazione dei rischi legati all'*outsourcing* compresa la catena di *sub-outsourcer* ('*nth parties*') coinvolti; tali catene di esternalizzazione sono complesse e poco trasparenti, laddove non è agevole, se non impossibile, per le istituzioni finanziarie influenzare le decisioni di subappalto dei fornitori di servizi terzi, il che rende molto difficile per gli enti gestire e mitigare i rischi della catena di fornitura; in un'ottica di proporzionalità gli intermediari hanno osservato come l'onere e il costo di identificazione di tutte le entità rischia di superare in modo eccessivo i benefici potenziali ostacolando l'innovazione e riducendo l'accesso ai servizi finanziari. Con riferimento alla sostituibilità e gestione dei piani di continuità operativa, gli istituti finanziari potrebbero non essere in grado di sostituire alcune tecnologie o servizi forniti da fornitori terzi in modo efficiente in termini di costi e di tempo e senza un rischio eccessivo di interruzione dell'operatività; tale mancanza di sostituibilità può limitare il potere negoziale delle istituzioni finanziarie quando stipulano contratti con fornitori terzi di servizi e la loro conseguente capacità di monitorare il servizio o la tecnologia in questione.

financo in riferimento ai servizi informatici e tecnologici («*tecnologie dell'informazione e della comunicazione*» – TIC) forniti da soggetti terzi. Al fine di conseguire un livello comune elevato di resilienza operativa digitale, il Regolamento stabilisce alcuni obblighi uniformi in relazione alla sicurezza dei sistemi informatici e di rete che sostengono i processi commerciali delle entità finanziarie; di rilievo risulta, ai nostri fini, l'introduzione di misure relative alla solida gestione dei «*rischi informatici TIC derivanti da terzi*» cui un'entità finanziaria può essere esposta in relazione al ricorso ad accordi di esternalizzazione di servizi TIC sottoscritti con fornitori terzi o da subappaltatori di tali fornitori¹⁶.

3. Secondo una ricostruzione condivisa, l'esternalizzazione individua una particolare tecnica di svolgimento ed organizzazione dell'attività di impresa che consiste nell'affidare ad un soggetto terzo, c.d. *service provider*, sia esso una persona fisica o giuridica, l'insieme o specifiche prestazioni nelle quali è dato rinvenire lo svolgimento di una funzione tipica della stessa impresa, volta al perseguimento di maggiori livelli di efficienza e qualità nella prestazione del servizio, tra cui un risparmio dei costi attraverso l'affidamento ad un soggetto specializzato¹⁷. Sia o meno l'impresa di natura bancaria e finanziaria, l'*outsourcing* realizza un processo di disintegrazione verticale che segna il declino dell'impresa fordista, dislocata in un unico luogo, in favore di un modello che vede lo sviluppo delle attività fondanti il *core business* imprenditoriale su di un sistema reticolare di

¹⁶ Cfr. Considerando (29), (30), (31), (75), Regolamento (UE) 2022/2554.

¹⁷ Cfr. tra gli altri, GIOIA, *Outsourcing: nuove tecniche di gestione aziendale e rapporti contrattuali*, in *Corr. Giur.*, 1999, pp. 899 ss.; ROVERSI, *I contratti di "outsourcing" della manutenzione*, in *Contr.*, 1997, pp. 522 ss.; D'AMICO, *L'innovazione organizzativa: l'outsourcing*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria. Gli amici in memoria di Gabriele Berionne*, Milano, 2003, pp. 187 ss.; PITTALIS, *Outsourcing*, in *Contr. e impr.*, 2000, pp. 1006 ss.

più imprese¹⁸.

I contratti di esternalizzazione, o *outsourcing* secondo la terminologia di derivazione anglosassone, individuano un accordo tra un soggetto, *outsourcee*, ed un fornitore di servizi – terza parte (*third party*) – in base al quale il soggetto terzo, esterno all’impresa, denominato *service provider* o *outsourcer*, si impegna alla realizzazione di parte dell’attività, o di uno o più processi o servizi dell’impresa¹⁹, dietro il pagamento di un corrispettivo e secondo un livello qualitativo e quantitativo – *Service Level Agreements* (SLAs) - stabilito dalle parti²⁰.

Seppur in assenza di una definizione normativa unitaria, gli indici rilevatori comuni conducono ad identificare il tratto distintivo della pratica in parola nel trasferimento in capo ad altro soggetto di funzioni *necessarie* alla realizzazione dello scopo imprenditoriale; con gli accordi di *outsourcing*, l’impresa trasferisce, all’esterno della propria organizzazione, attività e funzioni da essa tipicamente svolte.

Secondo la dottrina giuslavoristica, l’utilizzo dell’*outsourcing* non identifica unicamente una pratica aziendale unitaria, bensì una figura omnicomprensiva idonea ad includere il ventaglio delle possibili operazioni di decentramento produttivo di servizi, settori, o parti dell’attività economica principale²¹, la cui

¹⁸ Cfr. MAHNKE, *The Process of Vertical Dis-Integration: An Evolutionary Perspective on Outsourcing*, in *Journal of Management and Governance*, Netherlands, 2001, vol. 5, n. 3, pp. 353-379; SCIARRONE ALIBRANDI in AA.VV., *L’outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., p. xv.

¹⁹ Cfr. POLIZZI, *La regolamentazione sull’outsourcing negli intermediari bancari e finanziari*, in AA. VV., *L’outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., pp. 1-30;

²⁰ Tra i contenuti necessari previsti, in ambito bancario, con specifico riferimento agli accordi di esternalizzazione di funzioni essenziali o importanti, rientrano i livelli di servizio concordati, che dovrebbero includere precisi obiettivi di *performance*, quantitativi e qualitativi, per la funzione esternalizzata, in modo da consentire un monitoraggio tempestivo che consenta di adottare, senza indebiti ritardi, le opportune azioni correttive in caso di mancato raggiungimento dei livelli di servizio concordati; cfr. EBA, *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, EBA/GL/2019/02, Titolo 2, paragrafo 12, (75) lett. i.

²¹ GAROFALO, *Lavoro, impresa e trasformazioni organizzative*, in AA.VV., *Frammentazione organizzativa e lavoro: rapporti individuali e collettivi*, Milano, 2018, p. 45; AA.VV., *Outsourcing*,

scelta tra le varie alternative, a norma dell'art. 41 della Costituzione, è rimessa alla insindacabile valutazione dell'imprenditore²².

Di converso, in ambito bancario finanziario, a noi pare non sia dato riconoscere in capo agli intermediari un sindacato esclusivo in merito alle modalità di attuazione di tale forma di decentramento organizzativo, laddove le norme europee e nazionali attribuiscono particolare attenzione alla regolazione del fenomeno conferendo, nondimeno, importanti compiti e responsabilità alle Autorità di vigilanza.

A ben considerare, muovendo da una valutazione che contemperi la libertà di iniziativa economica privata – riconosciuta dall'art. 41 Cost. – con la tutela del risparmio di cui all'art. 47 Cost., a fronte di una valorizzazione indiscriminata delle esigenze del mercato, parrebbe più idonea, rispetto alla garanzia del perseguimento di una sana e prudente gestione, la disciplina di adeguati presidi a tutela, da qui, tra gli altri, si spiegano l'approccio *risk-based* al fenomeno, la gestione e prevenzione dei conflitti di interessi. Nel perseguimento di tali fini, come rilevato dai più autorevoli studiosi, emerge la riconducibilità della regolazione dell'attività bancaria e finanziaria al dettato delle disposizioni costituzionali che ad essa fanno riferimento; in questi termini, si comprende come il carattere imprenditoriale della stessa sia ai più ritenuto compatibile con la previsione di un sistema di controlli pubblicistici²³. In *subiecta materia*, trovano conferma, sul piano normativo, entrambi gli aspetti enucleati, segnatamente il riconoscimento della legittimità della formula imprenditoriale racchiusa nel concetto di esternalizzazione ed il correlativo dovere degli amministratori di approntare un assetto organizzativo volto a minimizzare i rischi operativi connessi

in *Contratti, Formulario commentato, profili civilistici e tributari*, IV edizione, Milano – Roma – Foggia, 2021, pp. 2417-2440.

²² Cfr. Cass. civ., Sez. lav., 2 ottobre 2006, n. 21287.

²³ Cfr. CAPRIGLIONE, in AA. VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2022, pp. 5-8.

al suo utilizzo²⁴. È indubbio che con tali contratti, stipulati tra l'ente ed un prestatore di servizi, venga necessariamente in rilievo la designazione di assetto di interessi non limitato alla sfera giuridica delle parti, ma che tenga conto, nella propria area economica di azione, dei profili di vigilanza e di rilevanza pubblica ad esso ascrivibili; a ben considerare, lo *stare pactis* necessariamente estende la propria azione al di là dell'autonomia privata dei contraenti, in virtù dei naturali riverberi che esso può dispiegare sulla stabilità finanziaria del soggetto vigilato e, di riflesso, sulla tutela del risparmio; in questi termini si coglie la ragion d'essere delle previsioni che conducono a che il contenuto di tali accordi venga portato all'attenzione delle Autorità di vigilanza²⁵.

In letteratura, il contratto di *outsourcing* è classificato come un contratto *atipico* o anche *normativamente atipico* – art. 1322, co. 2, c.c. – ma *socialmente tipico* in quanto non disciplinato puntualmente dalle disposizioni del codice civile ma corrispondente a modelli contrattuali uniformi, largamente diffusi nella prassi degli affari, volti al perseguimento di interessi ritenuti meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico²⁶.

Volgendo l'analisi alla qualificazione giuridica del contratto di *outsourcing*, tenendo in considerazione la natura e la durata della prestazione ivi dedotta, *i.e.* esaminandone i tratti distintivi, esso potrà essere ricondotto, a seconda dei profili privilegiati, tanto alla figura dell'appalto di servizi, quanto alla disciplina della somministrazione o del mandato. Attribuendo rilievo alla natura della prestazione, esso potrà ricondursi all'appalto di servizi; privilegiando i profili di durata del rapporto e di periodicità della prestazione potrà evocarsi la disciplina della

²⁴ Cfr. MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e «integrità» organizzativa nelle imprese di investimento*, in AA.VV., *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, p. 421.

²⁵ Cfr. LEMMA – THORP, *Sharing Corporate Governance: The Role of Outsourcing Contracts in Banking*, in *Law and Economics Yearly Review*, Vol. 3, Part 2, 2014, pp. 372-376.

²⁶ Cfr. ALPA, *Il contratto in generale: principi e problemi*, Milano, 2021, pp. 55-56; GALGANO, *Trattato di diritto civile*, III edizione aggiornata, Milano – Padova, 2015, II volume, pp. 239-263; DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974; DE NOVA, *I nuovi contratti*, Torino, 1991, p. 10 ss.

somministrazione; da ultimo, con riferimento a talune fattispecie, ponendo in luce la cooperazione nell'altrui attività giuridica, soccorrerà il riferimento alla figura del mandato: viene in considerazione, a tal uopo, il richiamo alla delega di gestione di OICR, vale a dire alla relazione intercorrente, tra le altre, tra la SGR, relativamente agli OICR da essa gestiti, ed il soggetto terzo delegato alla prestazione del servizio di gestione di portafogli od alla gestione del patrimonio, *i.e.* alle scelte di investimento – c.d. *asset allocation* – nel quadro di criteri di allocazione del risparmio da esse di tempo in tempo definiti²⁷.

Poiché compatibilmente alla dottrina del metodo tipologico – *Karl Larenz* – occorre prendere in considerazione solo i dati caratteristici, potendo presentare ciascun contratto varianti derogatorie o aggiuntive, alcune clausole, per loro affinità di contenuto ad un determinato tipo legale, potranno orientare l'interprete, attraverso il ricorso al canone analogico, all'applicazione della disciplina dell'appalto, piuttosto che, in linea con altri profili, quella della somministrazione, del mandato, o di altro diverso tipo contrattuale legale²⁸.

Da qui si comprende, pertanto, la prassi degli affari a che le parti regolino, con dovizia di dettagli, particolari aspetti che non sarebbero altrimenti agevolmente risolti dalla legge o dal ricorso ai canoni ermeneutici quivi delineati; ne discende la formalizzazione di contratti sempre più autosufficienti, idonei ad operare indipendentemente dal contesto normativo di riferimento, secondo una tecnica redazionale che persegue l'individuazione di una disciplina il più possibile

²⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa, e titoli di credito*, Milano, 1987, Fasc. III, pp. 265-300; PASQUARIELLO, *Le deleghe di gestione della SICAV, tra codice civile e legge speciale*, in *Contratto e Impresa*, 2002 pp. 1137-1145; ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi - M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 1999, p. 105; SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (Outsourcing)*, in AA.VV., *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, p. 207.

²⁸ Cfr. ALPA, *op. cit.*, p. 56; DE NOVA, *op. cit.*, pp. 10 ss.

uniforme e certa²⁹, sicché, quantunque in assenza di norme imperative, la complessità delle pattuizioni in discorso orienta l'autonomia delle parti verso l'adozione in forma scritta di tali accordi.

A margine di tali considerazioni generali, diversamente va detto con riguardo all'*outsourcing* nei servizi bancari e finanziari, laddove, a presidio del corretto esercizio della funzione di supervisione, sono imposti particolari oneri di documentazione e vincoli di contenuto, oltre che l'adozione in forma scritta degli accordi in parola³⁰. Significativa, in proposito, la previsione che richiede ad alcuni soggetti vigilati di tenere un registro aggiornato atto a documentare adeguatamente tutti gli accordi di esternalizzazione in essere³¹. Ebbene, il regolatore è intervenuto con l'imposizione di sempre più specifici obblighi agli intermediari, rilevati i quali considerevole si coglie l'opera di corretta demarcazione del perimetro dell'esternalizzazione, segnatamente l'individuazione del 'se' e del 'cosa' abbia ad ascriversi all'alveo di esso strumento, onde la non applicabilità delle disposizioni per essa previste a fattispecie che, seppur rientranti nei processi di organizzazione dell'impresa, non risultino qualificabili come tali; in altri termini, si afferma la necessità di dover distinguere i processi in discorso dalle

²⁹ Cfr. IZZO, *Il contratto di outsourcing*, in AA. VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., pp. 69-87; DRAETTA, *Il diritto dei contratti internazionali*, in *La formazione dei contratti*, Padova, 1984.

³⁰ Cfr. EBA, *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, EBA/GL/2019/02, Titolo IV, paragrafi 13 ss.; tra le altre, si veda anche la disposizione di cui all'art. 31, paragrafo 3, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva, rubricato esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti, secondo cui "I diritti e gli obblighi rispettivi dell'impresa di investimento e del fornitore di servizi sono specificati e assegnati chiaramente in un accordo scritto. In particolare, l'impresa di investimento mantiene i suoi diritti di istruzione e cessazione, i suoi diritti di informazione e i suoi diritti di ispezionare e accedere ai registri e ai locali. L'accordo garantisce che l'esternalizzazione effettuata dal fornitore di servizi abbia luogo esclusivamente con il consenso scritto dell'impresa di investimento".

³¹ Il registro deve includere alcune informazioni minime per tutti gli accordi di *outsourcing*, ed alcune informazioni aggiuntive per l'esternalizzazione di funzioni essenziali o importanti.

ipotesi di mero approvvigionamento di beni e servizi da fornitori dell'impresa³².

In questa prospettiva definitoria, vengono in considerazione le indicazioni fornite dal quadro normativo.

Con riferimento agli enti creditizi ed alle imprese di investimento di cui all'art. 4, paragrafo 1, punto 3, del Regolamento (UE) n. 575/2013³³ (CRR), agli istituti di pagamento di cui all'art. 4, paragrafo 4, della Direttiva (UE) 2015/2366³⁴ (PSD2) e agli istituti di moneta elettronica di cui all'articolo 2, paragrafo 1, della Direttiva 2009/110/CE³⁵, le *Guidelines* definiscono l'esternalizzazione come un accordo di qualsiasi forma tra un ente, un istituto di pagamento o un istituto di moneta elettronica e un fornitore di servizi in base al quale quest'ultimo svolge un processo, un servizio o un'attività che sarebbe altrimenti svolto/a dall'ente, dall'istituto di pagamento o dall'istituto di moneta elettronica stesso³⁶. Ancor prima, l'art. 2, n. 6), della Direttiva 2006/73/CE³⁷ definiva l'esternalizzazione come

³² In tal senso, ad esempio, possono richiamarsi le disposizioni di cui all'art. 13, paragrafo 2, della Direttiva 2006/73/CE, della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva, ove con riferimento alla definizione di funzioni operative essenziali o importanti, non sono considerate tali: *a*) la prestazione all'impresa di investimento di servizi di consulenza e di altri servizi che non rientrino nelle attività di investimento dell'impresa, ivi compresi la prestazione di consulenza giuridica all'impresa, la formazione del suo personale, i servizi di fatturazione e la sicurezza dei locali e del personale dell'impresa; *b*) l'acquisto di servizi standardizzati, compresi quelli relativi alla fornitura di informazioni di mercato e di informazioni sui prezzi.

³³ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

³⁴ Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE.

³⁵ Direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE.

³⁶ Cfr. EBA, *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, EBA/GL/2019/02, Titolo 2, paragrafo 12.

³⁷ Direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE (MiFID I) del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i

l'accordo in qualsiasi forma tra un'impresa di investimento e un fornitore di servizi in base al quale il fornitore di servizi realizza un processo, un servizio o un'attività che verrebbero altrimenti realizzati dalla stessa impresa di investimento. Analogamente è definita l'esternalizzazione, in ambito assicurativo dalla Direttiva 2009/138/CE³⁸ (Solvency II).

Muovendo dalla premessa uniformità nozionistica, a soccorso dell'intrapresa *actio finium regundorum*, è nell'ambito degli indici chiarificatori individuati dall'EBA³⁹ che dovrà valutarsi se la funzione esternalizzata sia svolta dall'*outsourcee* su base ricorrente o continuativa e se essa possa ascrivere all'ambito di funzioni che sarebbero o potrebbero realisticamente essere svolte dagli enti quandonche questi ultimi non abbiano svolto tale funzione in passato. Va da sé che, se del tutto irrilevante risulta il tempo della scelta di esternalizzazione, *i.e.* sia questa contestuale, vuoi susseguente, all'avvio dell'operatività dell'intermediario, per converso, esso costituisce utile parametro atto ad escludere, dalla nozione di *outsourcing*, i rapporti giuridici che non attengono all'esplicazione di funzioni o fasi aziendali, ovvero quegli assetti negoziali che, pur risolvendosi nella prestazione di un servizio reso da terze parti, assumono rilievo meramente occasionale o, per meglio dire, non presentano quel carattere di

requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

³⁸ Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione. In ambito domestico, cfr. art. 1, comma 1, lett. *n-quinquies*), d.lgs. n. 209 del 2005 – Codice delle assicurazioni private.

³⁹ Le *Guidelines* individuano come non idonei ad integrare ipotesi di esternalizzazione: quelle funzioni che per legge dovranno essere eseguite da un fornitore di servizi qual è ad esempio la revisione legale dei conti; i servizi di informazione sui mercati, quali ad esempio la fornitura di dati da parte delle agenzie di rating; le infrastrutture di rete globali; gli accordi di compensazione e regolamento tra organismi di compensazione, controparti centrali e istituti di regolamento e loro membri; le infrastrutture globali di messaggistica finanziaria soggette alla vigilanza delle pertinenti autorità, i servizi bancari di corrispondenza, ed ancora, più genericamente, l'acquisizione di quei servizi che altrimenti non sarebbero intrapresi dall'ente o dall'istituto di pagamento, beni o servizi di pubblica utilità. Cfr. EBA, *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, EBA/GL/2019/02, Titolo II. *Valutazione degli accordi di esternalizzazione*, paragrafi 26-28.

proiezione nel lungo termine che, di contro, risulta congenito nelle ipotesi di *outsourcing funzionale* quale strumento di organizzazione dell'*attività*⁴⁰.

4. Particolare attenzione riceve l'esternalizzazione nello svolgimento di funzioni essenziali o importanti.

La nuova definizione di '*funzione essenziale o importante*', individuata dalle *Guidelines*, sostituisce quella di '*funzione operativa importante*' in precedenza adottata dalle *Disposizioni di vigilanza per le banche*⁴¹.

Di rilievo risulta la sostituzione del processo di autorizzazione preventiva degli accordi di *outsourcing* di funzioni essenziali o importanti, precedentemente previsto dalla Circolare n. 285, con l'obbligo di comunicazione delle informazioni di cui al paragrafo 54 delle *Guidelines*, restando ferma la facoltà per le banche di avviare un confronto preliminare con l'Autorità di vigilanza sui progetti di esternalizzazione più rilevanti e/o innovativi⁴².

Sul punto, occorre nondimeno segnalare come da talune previsioni di vigilanza, e.g. istituti di pagamento ed istituti di moneta elettronica, sia ancora previsto, in ambito domestico, un procedimento autorizzativo che vede il

⁴⁰ MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e «integrità» organizzativa nelle imprese di investimento*, in AA.VV., *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, p. 419.

⁴¹ La locuzione '*funzione operativa importante*' è attualmente ancora adottata all'interno di altre fonti normative secondarie, segnatamente la Circolare n. 288 del 3 aprile 2015, c.d. *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, ed il Provvedimento della Banca d'Italia del 23 luglio 2019, c.d. *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica*. Cionondimeno, non pare che il disallineamento della nozione in esame possa implicare conseguenze rilevanti tenuto conto della sostanziale identità dalle funzioni con esse individuate; in questi termini FERRETTI, *Esternalizzazione delle funzioni operative importanti e delle funzioni di controllo*, in AA.VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., p. 95.

⁴² Si tenga conto che, benché non sia più previsto un iter amministrativo che possa condurre al divieto di esternalizzazione di funzioni essenziali o importanti o di controllo all'esterno o all'interno del gruppo di appartenenza, sono fatti salvi in ogni caso tutti i poteri di intervento e sanzionatori, spettanti alla Banca d'Italia.

coinvolgimento preventivo della Banca d'Italia⁴³. A ben considerare, incongruente appare in tal senso il disallineamento previsto del regolatore nazionale, non fosse altro che gli enti in discorso risultano annoverati tra i destinatari dalle *Guidelines*.

Diversamente ancora, relativamente agli intermediari finanziari, sovvienne la previsione di un *iter* amministrativo che vede, per le SIM, il coinvolgimento dell'Autorità di vigilanza nel caso di esternalizzazione a fornitori di servizi *cloud*⁴⁴, in uno con la trasmissione delle informazioni previste dal paragrafo 17 delle *ESMA Guidelines on outsourcing to cloud service providers*⁴⁵.

Quantunque sia venuto meno un meccanismo di autorizzazione preventiva, gli Orientamenti introducono specifici obblighi di documentazione, *i.e.* la tenuta di un registro degli accordi di *outsourcing* che includa necessariamente alcune informazioni, con la previsione, nei casi di esternalizzazione di funzioni essenziali importanti, di talune indicazioni aggiuntive⁴⁶.

In quest'ottica, posti i peculiari presidi di *governance* contrattuale, coglie nel segno l'opera di corretta definizione delle *funzioni essenziali o importanti*.

⁴³ Cfr. Provvedimento del 17 maggio 2016 come da ultimo modificato dal Provvedimento del 2 novembre 2022, c.d. *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica*, ove al Capitolo VI, Sezione II, par. 1, si prevede che l'istituto che intende esternalizzare funzioni operative relative ai servizi di pagamento o all'emissione di moneta elettronica nonché al sistema dei controlli interni o esternalizzare il sistema informativo o componenti critiche dello stesso ne informa preventivamente la Banca d'Italia, almeno 60 giorni prima di dare corso all'esternalizzazione; entro 60 giorni dal ricevimento della comunicazione la Banca d'Italia può avviare un procedimento d'ufficio di divieto dell'esternalizzazione che si conclude entro 60 giorni.

⁴⁴ Le SIM trasmettono alla Banca d'Italia l'informativa prevista dal paragrafo 8 degli Orientamenti citati almeno 30 giorni prima di conferire l'incarico; essa include altresì le informazioni necessarie a verificare il rispetto delle disposizioni del Regolamento 565/2017 in materia di esternalizzazione, come richiamate al comma 3. Entro 30 giorni dalla data di ricevimento della comunicazione, la Banca d'Italia può avviare d'ufficio un procedimento amministrativo di divieto ai sensi dell'articolo 7, comma 2, del TUF, che si conclude nei successivi 60 giorni; così l'art. 18, par. 4, del *Regolamento di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF*.

⁴⁵ Con Nota n. 12 del 13 luglio 2021 la Banca d'Italia ha dato attuazione, per i profili di competenza, agli Orientamenti dell'ESMA in materia di esternalizzazione a fornitori di servizi *cloud*, ESMA50-164-4285.

⁴⁶ Cfr. Sezione 11, par. 52-60, EBA/GL/2019/02.

Gli Orientamenti considerano una funzione come essenziale o importante⁴⁷:
(a) se un'anomalia nella loro esecuzione o la loro mancata esecuzione sia in grado di compromettere gravemente (i) il rispetto nel continuo delle condizioni della loro autorizzazione o degli altri obblighi previsti dalla Direttiva 2013/36/UE (CRD IV), dal Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), dalla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), dalla Direttiva (UE) 2015/2366 (PSD2) e dalla Direttiva 2009/110/CE e dei loro obblighi normativi, (ii) i risultati finanziari, o (iii) la solidità o la continuità delle attività bancarie o dei servizi di pagamento svolti; (b) quando sono esternalizzati compiti operativi delle funzioni di controllo interno, a meno che la valutazione non stabilisca che la mancata esecuzione della funzione esternalizzata o un'esecuzione inadeguata della stessa non avrebbe un impatto negativo sull'efficacia della funzione di controllo interno; (c) quando intendono esternalizzare le funzioni relative ad attività bancarie o a servizi di pagamento nella misura in cui la *performance* delle funzioni conferite in *outsourcing* richieda l'autorizzazione o la

⁴⁷ Gli Orientamenti EBA fondano l'identificazione della stessa sulla scorta delle definizioni di *'funzioni operative essenziali'* e di *'funzioni operative essenziali o importanti'* rispettivamente previste dalla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e dal Regolamento delegato (UE) 2017/565.

Cfr. art. 16, par. 5, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che prevede che le imprese di investimento adottino misure ragionevoli per evitare un indebito aggravamento del rischio operativo quando affidano a un terzo l'esecuzione di *'funzioni operative essenziali' ai fini delle prestazioni di un servizio continuo e soddisfacente ai clienti e dell'esercizio continuo e soddisfacente di attività di investimento.*

Cfr. Considerando (44) del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva, laddove si considera che *l'esternalizzazione di servizi o attività di investimento o di funzioni essenziali o importanti può costituire una modifica rilevante delle condizioni cui è subordinata l'autorizzazione dell'impresa di investimento ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE, onde, qualora gli accordi in discorso siano stabiliti in un momento successivo all'ottenimento dell'autorizzazione conformemente al titolo II, capo I, della direttiva 2014/65/UE, interviene la previsione secondo cui essi dovrebbero essere notificati all'autorità competente in linea con il disposto di cui all'articolo 21, paragrafo 2, della stessa direttiva.*

registrazione da parte di un'Autorità competente⁴⁸; (d) quelle relative alla principali linee di *business* o quelle definite all'articolo 2, paragrafo 1, punto 35), e all'articolo 2, paragrafo 1, punto 36), della Direttiva 2014/59/UE e individuate dagli enti sulla base dei criteri di cui agli articoli 6 e 7 del Regolamento delegato (UE) 2016/778 della Commissione a meno che la valutazione dell'ente non stabilisca che la mancata o inadeguata esecuzione della funzione non avrebbe un impatto negativo sulla continuità operativa della linea di *business* principale o della funzione essenziale⁴⁹.

Se da un canto, alcuni dei criteri⁵⁰ individuati dalle *Guidelines* sottintendono una presunzione di essenzialità o importanza, *sic et simpliciter* si palesa *in re ipsa* il loro carattere cogente, per converso, altri fattori individuano i confini entro i quali l'intermediario, seppur con assai ridotta discrezionalità, sarà tenuto a dispiegare la propria azione valutativa⁵¹; onde, se ancor di più cogenti si rivelano alcuni dei criteri enucleati, tra essi il riferimento alle funzioni soggette all'autorizzazione di un'Autorità competente ed i compiti operativi della funzione di controllo interno, tanto meno pervasiva risulta invece, ai fini della valutazione in premessa, la considerazione di fattori quali l'impatto sui risultati finanziari del soggetto vigilato

⁴⁸ Cfr. Sezione 12.1, par. 62-63, EBA/GL/2019/02: nel caso in cui la *performance* di tali funzioni richieda l'autorizzazione o la registrazione da parte di un'Autorità competente di uno Stato membro, il fornitore di servizi è registrato o autorizzato dall'Autorità competente dello Stato membro o è altrimenti autorizzato o registrato conformemente alla normativa nazionale applicabile in materia; diversamente, nel caso in cui la funzione sia esternalizzata ad un *service provider* situato in un Paese terzo, (a) esso sia autorizzato o registrato presso tale Paese e sia soggetto alla supervisione di un'Autorità di vigilanza del Paese terzo, (b) sia previsto un accordo di cooperazione, tra le Autorità di vigilanza dell'*outsourcer* e dell'*outsourcee*, (c) idoneo a garantire che le Autorità siano in grado, su richiesta, di ottenere le informazioni necessarie all'esercizio dei propri compiti di supervisione, di avere accesso a tutti i dati, ai documenti, ai locali, o membri del personale del Paese terzo e di ricevere in breve tempo le informazioni atte ad indagare su presunte violazioni degli obblighi previsti dalla normativa.

⁴⁹ Cfr. Sezione 4, par. 29-31, EBA/GL/2019/02.

⁵⁰ Cfr. Sezione 4, par. 29-30, EBA/GL/2019/02.

⁵¹ Cfr. Sezione 4, par. 31, EBA/GL/2019/02.

dovuta all'anomala o mancata esecuzione della funzione⁵².

Preso atto delle difficoltà di giungere ad una identificazione semplificativa delle funzioni in discorso, di rilievo risultano le conseguenze che una tale valutazione trae con sé in termini di misure di *governance* previste.

5. Laddove è ampiamente ammessa la possibilità per gli enti ricorrere ad una tale soluzione organizzativa, si afferma la necessità di approntare un complesso disciplinare adeguato. Le Autorità di vigilanza ed il regolatore sono intervenuti ad evitare che ad una moltiplicazione dei *players* coinvolti nell'espletamento dell'*attività* segua una dislocazione e parcellizzazione della responsabilità che mini alla base il perseguimento di una gestione sana e prudente.

Ci si riferisce alle previsioni normative e *best practices* rinvenibili in materia, a valle delle quali è dato identificare il decalogo dei principi cardine che devono guidare i soggetti vigilati nella predisposizione e formalizzazione dei contratti di *outsourcing*. Nell'ambito di tali principi, si spiega il costante monitoraggio sulle funzioni esternalizzate in uno con la '*padronanza*', all'interno del soggetto vigilato, delle competenze tecniche necessarie all'efficace esplicazione del controllo e, nei casi in cui se ne presenti l'esigenza, alla *reinternalizzazione* dei processi; per vero, viene imposto all'ente di individuare, all'interno della propria struttura organizzativa, un responsabile delle singole funzioni esternalizzate.

Tra i profili critici, vengono in considerazione le situazioni in cui a venir meno è proprio la capacità di realizzazione del servizio che costituisce l'obbligazione principale dell'*outsourcer*, cui è possibile associare l'emersione del rischio

⁵² Cfr. FERRETTI, *Esternalizzazione delle funzioni operative importanti e delle funzioni di controllo*, *op. cit.*, pp. 100-101.

Parimenti, ad esempio, secondo l'indicazione di cui al par. 30, EBA/GL/2019/02, la funzione può non essere considerata essenziale o importante, sebbene integri i requisiti previsti, se la valutazione circa la mancata esecuzione o di una esecuzione inadeguata non comporti un impatto negativo sulla continuità operativa della linea di *business* principale o della funzione essenziale dell'ente.

operativo, reputazionale e strategico; nell'ambito del rischio operativo si concretizzano situazioni dovute ad errori, frodi, e la mancata consegna del prodotto o del servizio⁵³. Si afferma la necessità un approccio *risk-based* che si declina attraverso la misurazione costante dei livelli di servizio e la possibilità di *self-assessment* e *re-internalizzazione* dei processi al sopraggiungere del momento patologico. In questo senso, le *Guidelines* richiedono agli enti di predisporre, mantenere e testare periodicamente i propri piani di continuità operativa – *business continuity plan* – al fine di arginare le perdite nei casi di interruzione del servizio da parte dell'*outsourcer*. Da qui, attraverso il ricorso agli SLAs – *Service Level Agreements* – le aspettative qualitative dell'*outsourcee* si traducono in obiettivi quantitativi misurabili sulla scorta dei quali è dato verificare, in pendenza del rapporto, il rispetto delle clausole contrattuali, segnatamente dei livelli di qualità pattuiti; unitamente agli SLAs vengono inseriti alcuni indicatori di *performance* denominati KPI – *Key Performance Indicator* – volti a specificare i criteri di valutazione del rispetto degli SLAs, sì da descrivere, in modo oggettivo e misurabile, la qualità e la quantità del servizio reso, necessarie a garantire un adeguato svolgimento della funzione di controllo ed ove necessario l'adozione di misure atte ad assicurare la continuità del servizio⁵⁴.

In tale contesto, si comprende la particolare attenzione riservata, dalle Autorità di vigilanza, alla persistenza di una zona di competenza in capo al soggetto che esternalizza; d'altronde, l'innovazione tecnologica e l'alta specializzazione dei *providers* trae con sé la necessità di un'adeguata differenziazione della *governance* aziendale e di una composizione dei *Board* che

⁵³ Cfr. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (Outsourcing)*, in AA.VV., *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, op. cit., p. 218.

⁵⁴ Su tali aspetti si veda altresì IZZO, *Il contratto di outsourcing*, in AA. VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., pp. 69-87.

tengano conto e stiano al passo coi progetti di trasformazione digitale in corso⁵⁵. È evidente, pertanto, come la *governance*, contrattuale e societaria, costituisca un punto nodale che si snoda in origine, a partire dalla individuazione, interna allo stesso intermediario, di una '*politica di esternalizzazione*' ben definita⁵⁶ e di una oculata *due diligence* prodromica alla scelta del soggetto delegato. Su tali profili, si snodano le indicazioni di cui al Titolo III, delle EBA *Guidelines*, dedicate alla disciplina di «*solidi dispositivi di governance*»⁵⁷.

A ben considerare, si sostanzia per l'intermediario la finalità di scongiurare una *key dependency* dal *service provider*⁵⁸ attraverso la predisposizione di piani e strategie di uscita che mettano in conto la possibilità che la qualità dell'esecuzione delle funzioni possa deteriorarsi sino ad un livello inaccettabile, od ancora, nelle ipotesi più gravi, che essa venga meno⁵⁹.

In tale via si declina, altresì, il principio della piena responsabilità dell'intermediario delegante; sicché, questi non potrà in nessun caso esternalizzare le proprie responsabilità del rispetto degli obblighi normativi

⁵⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, SIANI, *Rischi e innovazione: l'approccio della Vigilanza*, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia al convegno "*Supervision, Risks & Profitability*", Milano, 21 giugno 2022, pp. 5-10.

Su questi aspetti corre il rinvio a quanto rilevato dalla Banca d'Italia con riferimento alle competenze distintive dei consiglieri, ed in particolar modo la bassa presenza di esperti in *risk management* e in *IT*, onde si segnala una maggiore attenzione degli intermediari alle tematiche di *business*, piuttosto che a quelle relative ai rischi. In particolare, una limitazione delle risorse nelle competenze a tal uopo rilevanti e la scarsità nell'individuare esponenti aziendali provvisti di capacità specialistiche, e.g. in materia di *cloud computing* ed altre forme di *TIC* ('*tecnologie dell'informazione e della comunicazione*') in rapida evoluzione, sia presso gli istituti finanziari che presso le Autorità di vigilanza, può limitare la capacità degli enti di supervisionare i rapporti con le *third parties* e la gestione dei rischi associati alle nuove tecnologie o ai servizi che questi possono ottenere in *outsourcing*.

⁵⁶ Cfr. Sezione 7, par. 41-49, EBA/GL/2019/02.

⁵⁷ Cfr. Sezione 5, par. 32-33, EBA/GL/2019/02.

⁵⁸ Cfr. CASAMASSIMA, *Le regole di governance in tema di esternalizzazione di funzioni*, in AA.VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., p. 41.

⁵⁹ Vengono in considerazione, ad esempio, l'impatto potenziale dell'insolvenza o di altri inadempimenti del fornitore di servizi, oltre che delle contingenze politiche del Paese del *service provider*.

previsti⁶⁰. Da qui, la designazione, *interna* all'ente, di un responsabile della funzione esternalizzata che risponda direttamente all'organo di amministrazione affinché non si configuri un'operatività meramente formale secondo il concepimento di *'empty shells'* o *'letter-box entities'*, od ancora, volendo mutuare la terminologia altrove utilizzata dal regolatore, la creazione di *enti fantasma*⁶¹.

Last but not least, elemento di particolare rilievo costituisce l'indicazione, rivolta dalle *Guidelines*, di indagare finanche gli aspetti di *social responsibility* connessi alla protezione dei diritti umani, alla salvaguardia dell'ambiente ed adesione a principi etici e codici di condotta nella *governance* dell'*outsourcing*, sicché, in questi termini, la *due diligence* condotta dai soggetti vigilati, è chiamata a protrarsi oltre la valutazione del rischio operativo e finanziario, includendo la necessità di svolgersi in linea con l'interesse manifestato dalla regolazione all'inclusione dei fattori ESG nell'ambito dell'attività di supervisione⁶².

6. Da quanto precede, non sorprende la particolare attenzione delle *Authorities* con la predisposizione di specifici adempimenti informativi; in linea con le previsioni della regolazione, emerge la necessità a che si raccolgano quanti più dati possibili sugli accordi di esternalizzazione sottoscritti.

Da ultimo, si inserisce la sottoposizione a consultazione pubblica delle *Istruzioni di compilazione e lo Schema di segnalazione* relativi ad una nuova rilevazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali condotta dalla

⁶⁰ Cfr. Sezione 5, par. 35-36, EBA/GL/2019/02: segnatamente, l'organo di amministrazione dovrà assicurare in ogni momento, tra gli altri, (a) il soddisfacimento delle condizioni previste per il mantenimento dell'autorizzazione, (b) di individuare, valutare e gestire i conflitti di interesse, (c) di vigilare sulla gestione quotidiana dell'ente e dei rischi associati all'esternalizzazione.

⁶¹ Cfr. Sezione 6, par. 37-40, EBA/GL/2019/02.

⁶² Cfr. Sezione 12, par. 73, EBA/GL/2019/02; cfr. EBA, *Report on ESG risks management and supervision for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18; cfr. EBA, *Report on incorporating ESG risks in the supervision of investment firms, Report Complementing EBA/REP/2021/18*, EBA/REP/2022/26.

Banca d'Italia⁶³. La rilevazione, sulla falsariga di quanto già individuato dalle EBA *Guidelines*, e di quanto in precedenza già condotto dalla Banca d'Italia nel 2020, mira a raccogliere informazioni sugli accordi di *outsourcing* in essere con l'obiettivo di effettuare, tra gli altri, una valutazione dei livelli di concentrazione dei *service providers* presenti sul mercato, in uno con l'acquisizione di una piena contezza circa la portata del fenomeno della *sub-esternalizzazione*. Al riguardo, la concentrazione di più funzioni presso la medesima terza parte o presso terze parti strettamente interconnesse, espone i soggetti vigilati a particolari rischi nei casi in cui il *provider* si trovi impossibilitato a garantire la continuità del servizio. Meritevole di attenzione, altresì, la moltiplicazione di contratti di *outsourcing* su funzioni essenziali o importanti, onde l'elevata concentrazione su pochi *providers* costituirebbe un rischio sistemico rilevante per il sistema finanziario⁶⁴.

Ancor più significativa, poi, si coglie la sostanziale estensione dei dettagliati criteri di tenuta delle informazioni previsti dalle *Guidelines* agli enti, ad oggi, *apparentemente* non destinatari di tali disposizioni⁶⁵. Ci si riferisce, in particolare, all'estensione indiretta del quadro di previsioni europee mutuata attraverso l'allargamento della rilevazione nei confronti di società di gestione del risparmio (SGR), società di investimento (SICAV e SICAF) che gestiscono direttamente i propri

⁶³ Cfr. BANCA D'ITALIA, Nuova rilevazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali, *Documento di consultazione sulla nuova rilevazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali*, 28 luglio 2022, consultabile al link <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2022/20220728-segnalazione-outsourcing/>

Compatibilmente al quadro di vigilanza europeo (MVU), sono escluse dal novero dei soggetti destinatari della consultazione e dall'invio della segnalazione, le banche, i gruppi bancari significativi e gli intermediari non bancari che appartengono a gruppi bancari significativi, che sono oggetto di analoga rilevazione da parte della BCE.

⁶⁴ Cfr. VARANI, *La gestione dei rapporti con le autorità di vigilanza*, in AA.VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, op. cit., p. 194.

⁶⁵ Si rammenti che il recepimento adoperato dalla Circolare 285 confina l'area di efficacia vincolante delle previsioni in ambito bancario. Nell'ambito del riparto delle rispettive competenze di vigilanza, alla Banca d'Italia è demandato l'*enforcement* delle previsioni in parola con riguardo alle *less significant institution* (LSI), fatta dunque esclusione per le banche e i gruppi bancari significativi, che sono oggetto di supervisione e di analoga rilevazione della BCE.

patrimoni e degli altri soggetti vigilati non precedentemente inclusi fra i destinatari degli *Orientamenti*.

In linea con la rilevazione già sviluppata dalla BCE per le banche significative, si deduce l'intenzione della Banca d'Italia di procedere ad un allineamento con le previsioni concepite oltralpe; per vero, le informazioni richieste sono coerenti con i dati che gli intermediari sono tenuti a riportare all'interno del registro delle attività esternalizzate già previsto dall'EBA e, per quanto concerne i servizi *cloud*, dagli Orientamenti ESMA.

A ben considerare, tenuto conto del crescente ricorso all'esternalizzazione, una compiuta estensione di tale ambito di applicazione a tutti gli intermediari vigilati, quantunque non originariamente concepita dalle previsioni europee, appare funzionale all'esercizio della vigilanza ed alla individuazione di eventuali fenomeni di concentrazione dei fornitori⁶⁶. Si imprime una spinta armonizzatrice quale sostrato necessario ad un afflusso onnicomprensivo di informazioni⁶⁷.

Nell'ambito degli adempimenti richiesti, si segnala altresì la necessaria riconduzione delle previsioni in materia di rilevazione dei contratti all'interno di una più corretta declinazione del principio di proporzionalità; per vero, la consultazione ha condotto un'analisi di impatto, in termini di costi e oneri, della nuova rilevazione; su tali premesse, si articola la formulazione del testo finale delle disposizioni segnaletiche emanato dall'Autorità di vigilanza. Al riguardo, proprio al

⁶⁶ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Documento di consultazione sulla nuova rilevazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali*, cit., p. III.

⁶⁷ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Istruzioni per la segnalazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali per gli intermediari vigilati*, 31 maggio 2023, consultabile al link <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/provv-310523/Provvedimento-maggio-2023.pdf>. All'interno delle disposizioni del provvedimento emanato dalla Banca d'Italia ad esito della procedura di consultazione si richiede agli enti vigilati, in uno con la trasmissione delle informazioni su tutti i contratti, l'attribuzione di un *codice Anagrafe soggetti* ('*codice AS*') che dovrà essere indicato per tutti i fornitori ed eventuali subfornitori; qualora gli stessi non risultino già censiti, è richiesta agli intermediari l'attivazione di una apposita procedura di censimento e generazione del relativo codice.

fine di non rendere particolarmente onerosa la rilevazione degli accordi, si esprime l'indicazione della Banca d'Italia per una frequenza di segnalazione annuale dei contratti⁶⁸.

7. Da quanto precede, si scorge l'opportunità di un intervento normativo che consenta alle *Authorities* di estendere, in futuro, la loro funzione di supervisione nei confronti degli stessi soggetti delegati, *i.e.* la previsione di obblighi che risultino non *mediati* dall'azione degli intermediari. *De iure còndito*, gli intermediari rimangono i soggetti destinatari delle disposizioni in materia di esternalizzazione, se non fatta eccezione per le previsioni che consentono alle Autorità di vigilanza l'esercizio di poteri ispettivi sui *providers*. In questo senso, del resto, depone il principio cardine del mantenimento della responsabilità in capo al soggetto delegante con la predisposizione di una struttura unitaria che integri tali funzioni nell'ambito dei processi *interni* dell'ente.

Al presente, la regolazione del fenomeno risulta sbilanciata nei confronti degli enti, sicché, per converso, non sono indirizzate ai *providers* particolari previsioni; viene così in considerazione la valutazione, espressa da alcuni studiosi, a che in futuro si estenda agli *outsourcer* la predisposizione di obblighi diretti che li equipari, a tutti gli effetti, ai soggetti vigilati⁶⁹. Sul piano delle concretezze, si delinea una possibile estensione della funzione di supervisione delle Autorità di vigilanza.

⁶⁸ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Istruzioni per la segnalazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali per gli intermediari vigilati*, 31 maggio 2023, p. 12.

⁶⁹ CASAMASSIMA – NICOTRA in AA.VV., *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, *op. cit.*, pp. 289-290.

Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione Al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE*, Bruxelles, 24.9.2020, COM(2020) 591 final, visionabile su https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020D_C0591&from=EN.

In tale solco, si coglie il negoziato politico dei co-legislatori europei culminato con la definizione del Regolamento (UE) 2022/2554⁷⁰ (*'Digital Operational Resilience Act'* – DORA) che mira a favorire lo sviluppo dei servizi digitali armonizzando e rafforzando i presidi di sicurezza tecnica e di *governance* degli intermediari vigilati, anche con riferimento ai servizi tecnologici e informatici resi da *terze parti*. Detto regolamento prevede l'introduzione di un regime di vigilanza europeo sui fornitori di servizi TIC (*'tecnologie dell'informazione e della comunicazione'*) per il settore finanziario in uno con la previsione di obblighi segnaletici per i soggetti vigilati che saranno specificati in norme tecniche di secondo livello sviluppate dalle ESAs⁷¹. Significativa, ai nostri fini, la previsione di un quadro di sorveglianza *diretta* dei «fornitori terzi critici di servizi TIC» individuando come tali i servizi TIC prestati da un *fornitore terzo* il cui numero di entità finanziarie ed il valore delle attività delle entità finanziarie cui esso presta servizi sia idoneo ad impattare sul rischio sistemico, sulla continuità o qualità della fornitura di servizi finanziari prestati dall'intermediario qualora interessati da una disfunzione operativa su vasta scala che gli impedisca di fornire i servizi; nell'ambito di tale valutazione, viene altresì in rilievo il carattere sistemico o l'importanza delle entità finanziarie che dipendono da quel fornitore e la dipendenza delle entità finanziarie dai servizi prestati dal pertinente fornitore terzo di servizi TIC in rapporto alle funzioni essenziali o importanti⁷².

Ciononostante, seppur il regolatore eurounitario abbia prestato attenzione nel delineare la predisposizione di un adeguato quadro di sorveglianza

⁷⁰ Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011 (Testo rilevante ai fini del SEE).

⁷¹ Gli obblighi previsti riguardano sia le forniture di servizi tecnologici che non configurano ipotesi di esternalizzazione, sia gli accordi di *outsourcing* di funzioni TIC con la predisposizione di *technical standards* che saranno in seguito sviluppati dalle ESAs.

⁷² Cfr. art. 31, Reg. (UE) 2022/2554.

dell'Unione⁷³, *tranchant* risulta, nell'ambito delle prospettive di una vigilanza 'diretta' estesa alle *third parties*, l'indicazione espressa al considerando (76) di DORA secondo cui un '*tale quadro di sorveglianza non dovrebbe essere considerato un nuovo modello di vigilanza dell'Unione in altri settori delle attività e dei servizi finanziari*'.

8. La crisi da covid-19 ed il rapido tasso di innovazione IT hanno incrementato la dipendenza degli istituti finanziari da fornitori di servizi esterni, traendo con sé il potenziale impatto sistemico ove gli stessi non siano opportunamente regolamentati. Le previsioni passate in rassegna introducono specifici obblighi per gli enti; particolare attenzione è dedicata all'esternalizzazione a fornitori di *servizi cloud* e più in generale, nell'era digitale, ai fornitori di servizi di cui alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC). I principi delineati si concentrano sulla definizione di politiche coerenti fondate sulla persistenza in capo al *management* aziendale della responsabilità per le attività esternalizzate.

Quanto precede spiega la ragione per cui il tema della *corporate governance* continua a suscitare notevole interesse da parte del legislatore e della vigilanza; diviene nodale l'individuazione di figure apicali dotate di idonei requisiti di specializzazione.

Nel contempo, emerge la consapevolezza che lo stesso contratto di esternalizzazione, ove riferito all'alveo bancario e finanziario, sembra subire una metamorfosi, quanto meno parziale, di *sedes materiae*: da contratto puramente privato, ascritto all'ambito di piena estrinsecazione del principio di autonomia delle parti, a contratto di natura normativa, in cui poteri di natura pubblicistica, in uno con i vincoli di contenuto imposti in sede legislativa, assumono un ruolo

⁷³ Cfr. Considerando (31), Reg. (UE) 2022/2554.

chiave, se non addirittura totalizzante⁷⁴. In questo contesto ordinatorio, si declinano le diverse fasi della vigilanza, informativa, regolamentare ed ispettiva; i poteri dell'Autorità vengono estesi all'accertamento e al controllo del rapporto contrattuale in essere.

Dai più recenti interventi normativi (DORA), sembrerebbe altresì intravedersi una evoluzione dei modelli vigilanza; muovendo dalla predisposizione di un sistema di obblighi *esclusivamente* indirizzati agli enti, e se non in via mediata ai *providers*, si prefigura un impianto di vigilanza diretta sulle *terze parti*. In prospettiva, nonostante le puntualizzazioni del legislatore comunitario⁷⁵, sembrerebbe non inverosimile che si pervenga ad una futura estensione del nuovo modello di supervisione agli altri *players* dell'*outsourcing*.

Luigi Spitaleri

⁷⁴ DE GIOIA CARABELLESE, *I contratti di esternalizzazione dei soggetti vigilati: normativa; potere sanzionatorio delle autorità. Il provvedimento EBA in tema di outsourcing bancario nella filosofia del Single Supervisory Mechanism*, in *Contratto e impresa*, 3/2019, p. 1079.

⁷⁵ Cfr. Considerando (76), Reg. (UE) 2022/2554.