



Rivista di Diritto del Risparmio

RIVISTA QUADRIMESTRALE
DI DOTTRINA E GIURISPRUDENZA COMMENTATA

ANNO VI
FASCICOLO N. 3/2025

Settembre – Dicembre

Diretta da Fernando GRECO

ISSN 2785-3004

www.diritto delrisparmio.it

Rivista di Diritto del Risparmio

**Rivista quadrimestrale
di dottrina e giurisprudenza commentata**

Anno VI

**Fascicolo N° 3 – 2025
settembre – dicembre**

ISSN 2785 -3004

DIREZIONE

Prof. Fernando Greco (Direttore Scientifico), Prof. Giuseppe Recinto, Prof. Massimo Proto, Cons. Prof.ssa Marilena Gorgoni, Prof. Tommaso Vito Russo, Prof. Pietro Marchetti, Prof. Francesco Accettella, Prof. Giovanni Pellerino, Prof. Francesco Porcari.

COMITATO SCIENTIFICO

Prof. Claudio Colombo, Prof. Vincenzo Cesaro, Cons. Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof.ssa Paola Schwizer, Prof. Andrea Nervi, Prof. Mauro Paladini, Prof. Andrea Tina, Prof. Daniele Maffei, Prof. Claudio Scognamiglio, Prof. Carlo Pilia, Prof.ssa Lucilla Gatt, Prof.ssa Valentina Piccinini, Prof. Paolo Cucurachi, Prof. Gianfranco Liace, Prof. Andrea Barenghi, Prof. Emilio Tosi, Prof.ssa Bárbara de la Vega Justrubó, Prof. José Leyva Saavedra.

COMITATO EDITORIALE

Prof. Stefano Cherti, Prof.ssa Francesca Dell'Anna Misurale, Prof.ssa Giovanna D'Alfonso, Prof.ssa Benedetta Sirgiovanni, Prof. Antonio De Mauro, Prof.ssa Carmen Perago, Prof. Salvatore De Vitis, Prof. Federico Raffaele, Prof. Vincenzo Farina, Dott. Sebastiano Costa, Dott.ssa Clara Barbiani, Dott. Mario Manna, Dott.ssa Nadia Denisi, Dott.ssa Francesca Buttazzo, Dott.ssa Laura Albanese, Dott. Marco Chironi, Dott. Antonio Zurlo, Dott. Michael Lecci, Dott. Enrico Pulieri, Dott.ssa Benedetta Coluccia

COORDINAMENTO EDITORIALE

Dott. Antonio Zurlo

GUIDELINE PER LA VALUTAZIONE E PUBBLICAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi pubblicati sulla Rivista di Diritto del Risparmio sono selezionati in ossequio alle norme del Regolamento. Tutti i contenuti sono preliminarmente valutati dalla Direzione e dal Comitato Editoriale e, quindi, sottoposti a procedimento di revisione a doppio cieco in forma anonima (c.d. *double blind peer review*). Ogni contributo anonimizzato viene trasmesso per la valutazione e revisione a un Componenti del Comitato scientifico e a un accademico esterno. La valutazione finale viene trasmessa all'Autore del contributo, previa rimozione del nome dei valutatori.

Qualora i valutatori suggeriscano delle modifiche il Comitato Editoriale si accerta che l'Autore abbia apportato le modifiche suggerite. In caso di valutazioni contrastanti la Direzione si assume la responsabilità della decisione finale. In caso di valutazioni negative il contributo viene rifiutato.

RIVISTA DI DIRITTO DEL RISPARMIO

Fascicolo N° 3 – 2025

settembre – dicembre

INDICE

RIVISTA

V. Piccinini , <i>Il contrasto al greenwashing nel settore del fast fashion: l'AGCM sanziona Shein</i>	2
L. Scipione , <i>Il ruolo ambiguo dello Stato tra golden power e golden silence. Implicazioni giuridiche ed istituzionali del risiko bancario</i>	15
C. Reali , <i>Arbitro Assicurativo prossimo all'avvio</i>	53
S. B. Tagnani-E. V. Colombo , <i>Le proposte di riforma della legge "Confidi" contenute nel Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese: il ddl n. 1484</i>	68
G. Graniti , <i>S.p.A. con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione: un quarto modello di s.p.a. ex art. 2325-bis c.c. in attesa di tipizzazione</i>	91
G. Positano , <i>Emersione anticipata della crisi, adeguati assetti e responsabilità degli organi sociali</i>	150

APPROFONDIMENTI

M. Marianello , <i>L'euristica del falso consenso ed i bias cognitivi nella fase della negoziazione: dinamiche, rischi e strategie correttive</i>	165
P. Mirto , <i>Open banking e Intelligenza Artificiale: nuove sfide giuridiche per le banche</i>	173
P. Mirto , <i>Autorità di vigilanza e crisi bancarie: profili comparati e prospettive di riforma</i>	197
P. Mirto , <i>Tutela del risparmio nel contesto dei servizi di Buy Now Pay Later (BNPL)</i>	213
A. Lardaro , <i>Le Società benefit: i rapporti con i criteri ESG ed i mercati finanziari, prospettive e iniziative di promozione di un modello giuridico pionieristico</i>	244

Rivista

Il contrasto del greenwashing nel settore del fast fashion: l'AGCM sanziona Shein.

Di Valentina Piccinini

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La disciplina applicabile in attesa dell'attuazione della Direttiva 2024/825. – 3. Il ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato. – 4. Il caso Shein e il provvedimento di condanna dell'AGCM.

1. Premessa.

La sostenibilità d'impresa, intesa come integrazione di criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nella gestione aziendale, è divenuta un elemento imprescindibile delle politiche economiche contemporanee. Se a ciò si aggiunge che l'art. 41 Cost., nel testo riformato¹, prevede che l'iniziativa economica privata non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno, oltre che alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, altresì alla salute e «all'ambiente» e che l'attività di impresa deve essere orientata al perseguimento di fini sociali e ambientali, si comprende il motivo per cui le strategie di *marketing* delle imprese sono sempre più orientate verso la sostenibilità e la responsabilità sociale dell'impresa, promuovendo e comunicando l'eco-sostenibilità dei propri prodotti.

In questa cornice si inserisce il *green marketing* quale strumento di comunicazione volto a valorizzare la dimensione “verde” delle scelte produttive e organizzative, con la funzione di accrescere la competitività delle imprese e di orientare le preferenze dei consumatori. Alla rapida ascesa di quel segmento di mercato costituito dal *green market*, dovuta alla crescente consapevolezza dell'importanza della tutela ambientale e all'interesse per le pratiche sostenibili da parte dei

¹ La riforma (che ha riguardato, com'è noto, anche l'art. 9 Cost. a cui è stata aggiunta la tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi anche nell'interesse delle future generazioni) è intervenuta ad opera della legge cost. 11 febbraio 2022, n. 1, pubblicata in G.U. 22 febbraio 2022, n. 44. Su di essa si vedano, *ex plurimis*, R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022. Problemi e prospettive*, in *Ann. giur. econ.*, 2022, 7 ss.; M. CECCHETTI, *Virtù e limiti della modifica degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, in *Corti supreme e salute*, 2022, 127 ss.; G. MARCATAJO, *La riforma degli articoli 9 e 41 della Costituzione e la valorizzazione dell'ambiente*, in *Amb. dir.*, 2022, 118 ss.; U. MATTEI, *Qualche riflessione critica sulla svolta ecologica della Costituzione italiana*, in *generazionifuture.org*; M.P. POTO, *La tutela costituzionale dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni*, in *Resp. civ. prev.*, 2022, 1057 ss.

consumatori, che si concentra anche sulla produzione e commercializzazione di prodotti e servizi che mirano a ridurre l'impatto sull'ambiente e a promuovere uno stile di vita ecologico e sostenibile, ha fatto seguito anche la crescita del fenomeno del c.d. *greenwashing*, finendo con il rappresentare, nel contesto attuale, due approcci opposti alla sostenibilità e all'attenzione all'ambiente: ma se il *green market* ha l'intenzione reale di ridurre l'impatto ambientale e promuovere la sostenibilità, il *greenwashing* invece cela l'intenzione del tutto fittizia delle imprese di sembrare ecologiche esclusivamente per fini di *marketing*, in assenza di qualsiasi intenzione e attività concreta.

Con l'espressione *greenwashing*² si fa riferimento a quelle pratiche comunicative e commerciali mediante le quali imprese e operatori economici attribuiscono ai propri prodotti o alla propria immagine aziendale caratteristiche di sostenibilità ambientale in realtà inesistenti, esagerate o comunque non verificabili e la crescente attenzione da parte dei consumatori per i profili ecologici dei beni e servizi ha reso tali pratiche particolarmente diffuse. In questo contesto si inseriscono i c.d. *green claims*, dichiarazioni pubblicitarie specificatamente finalizzate a suggerire e/o a creare l'impressione che un prodotto o un servizio ha un impatto positivo sull'ambiente o è meno dannoso per l'ambiente rispetto a beni o servizi concorrenti in modo tale da orientare il consumatore «green» nelle proprie scelte, facendogli così credere di dare un contributo effettivo alla tutela dell'ambiente e/o di conseguire un risparmio energetico.

Il contrasto al fenomeno del *greenwashing* rappresenta una tra le sfide più interessanti del diritto contemporaneo, tanto a livello nazionale quanto a livello europeo, considerato anche l'intreccio di profili giuridici che sono propri della

² Il termine *greenwashing* è una sincrasi delle parole inglesi *green* (verde, colore simbolo dell'ecologismo) e *washing* (lavare), che richiama il verbo to *whitewash* («imbiancare, dare la calce» e quindi per estensione «coprire, nascondere»). In dottrina, *ex multis*, v. S. CARMIGNANI, *L'informazione ai tempi della sostenibilità*, in *Riv. dir. alimentare*, 2024, 27 ss.; C. COSENTINO, "Environmental claims": quando la disinformazione "si veste di verde", in *Comparazione e diritto civile*, 2023, 79 ss.; A. TROISI, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in *An. giur. ec.*, 2022, 353 ss.; F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contr. e impr.*, 2021, 286 ss.; A. LEONE, *Advertising e tutela del consumatore verde*, in *Dir. ind.*, 2021, 73 ss.; M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.*, 2012, 331; F. IRALDO-M. MELIS, *Come evitare il greenwashing comunicando il valore della sostenibilità*, Il Sole 24 ore, Milano, 2012, *passim*; R. KORN, *Tutela dell'ambiente, consumatori e responsabilità sociale d'impresa: i nuovi strumenti della sostenibilità aziendale*, in *Contr. impr. eur.*, 2012, 671; M. TAVELLA, *Comunicazione, marketing e sostenibilità ambientale*, Giappichelli, Torino, 2012, *passim*; R. LUCIANI-M. D'AMICO-L. ANDRIOLA, *La comunicazione ambientale e sociale d'impresa: stato dell'arte e nuovi orientamenti*, in *Amb.*, 2005, 757.

tutela del consumatore, della regolazione del mercato e promozione della sostenibilità ambientale dell'impresa.

Il settore del *fast fashion*³ costituisce un terreno privilegiato per l'analisi del fenomeno in parola, in ragione della sua peculiare struttura produttiva, caratterizzata da cicli di produzione rapidi, elevato impatto ambientale e strategie di *marketing* fortemente incentrate sulla valorizzazione di presunti profili di sostenibilità.

Con l'espressione *fast fashion* si designa un modello imprenditoriale fondato sulla produzione e commercializzazione di capi di abbigliamento a basso costo, caratterizzati da cicli produttivi estremamente rapidi, ampia rotazione delle collezioni e vita utile ridotta dei prodotti. Tale modello mira a replicare con estrema velocità le tendenze della moda di alta gamma, immettendo sul mercato grandi volumi di capi a prezzi accessibili, con conseguente incentivo al loro consumo frequente e al ricambio continuo del guardaroba. Più recente è l'emersione del c.d. *super fast fashion* che esaspera tali dinamiche mediante piattaforme esclusivamente digitali e algoritmi di analisi predittiva della domanda, capaci di inserire quotidianamente migliaia di nuovi articoli sul mercato e di evadere ordini nell'arco di pochi giorni, attraverso catene di fornitura altamente flessibili e globalizzate. Non è soltanto la mutevolezza delle tendenze a incidere sulle dinamiche del settore, ma soprattutto la possibilità di reperire capi di abbigliamento a prezzi contenuti, circostanza che ha determinato un fenomeno di sovrapproduzione e di iperconsumo difficilmente conciliabile con i principi di sostenibilità⁴. Numerose imprese del comparto hanno adottato iniziative promozionali basate su collezioni definite "*eco-friendly*", programmi di riciclo dei capi o impegni generici alla riduzione dell'impatto ambientale, spesso privi di adeguata verificabilità o supporto scientifico. In tal modo, attraverso le proprie scelte di acquisto, i consumatori finiscono per avallare le strategie poste in essere dalle imprese meno responsabili, caratterizzate, tra l'altro, dall'utilizzo di materie

³ Su *fast fashion*, sostenibilità e responsabilità sociale, v. M. K. BREWER, *Slow Fashion in a Fast Fashion World: Promoting Sustainability and Responsibility*, in R. E. CERCHIA and B. POZZO (ed.), *The New Frontiers of Fashion Law*, Mdp, Basilea, 2021, 47 ss.

⁴ L'Agenzia Europea dell'Ambiente (EEA) ha sottolineato come il settore tessile sia responsabile di circa l'8-10% delle emissioni globali di gas serra e del 20% delle acque reflue mondiali, dati che confermano l'insostenibilità intrinseca dei modelli di *fast* e *super fast fashion*.

prime di scarsa qualità, dalla delocalizzazione dei processi produttivi e dallo sfruttamento della manodopera.

Sul piano giuridico tali modelli pongono interrogativi di sicura rilevanza. Da un lato, essi incidono sulla tutela del consumatore, in quanto l'abbondanza di offerta associata a *claim* di sostenibilità spesso generici o non verificabili può integrare pratiche commerciali scorrette ai sensi degli artt. 20, 21 e 22 del Codice del consumo; dall'altro lato, appaiono difficilmente compatibili con i principi costituzionali di libertà d'iniziativa economica «indirizzata a fini sociali e ambientali» (art. 41, comma 2, Cost.) e con le politiche europee di transizione ecologica. Non a caso, la Commissione europea ha posto il settore tessile al centro della «Strategia per i tessili sostenibili e circolari» del 30 marzo 2022, prevedendo l'introduzione di requisiti vincolanti di ecoprogettazione, obblighi di trasparenza e divieti di distruzione dei capi invenduti entro il 2030.

2. La disciplina applicabile in attesa dell'attuazione della Direttiva 2024/825.

Il quadro normativo attualmente applicabile è ancora piuttosto frammentato e privo, tanto a livello europeo quanto nazionale, di una disciplina organica e specifica.

A livello comunitario la Direttiva 2005/29/CE in tema di pratiche commerciali scorrette tra imprese e consumatori⁵, che costituisce il fondamento normativo comunitario per una comunicazione commerciale non ingannevole, pur

⁵ Direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2005 relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno, in G.U. 11 maggio 2005, n. 149. Su tale Direttiva, in generale, *ex plurimis*, v. G. DE CRISTOFARO, *La direttiva 2005/29 CE*, in G. DE CRISTOFARO (a cura di), *Pratiche commerciali scorrette e codice del consumo*, Giappichelli, Torino, 2008; C. GRANELLI, *Le «pratiche commerciali scorrette» tra imprese e consumatori: l'attuazione della direttiva 2005/29/CE modifica il codice del consumo*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 778 ss.; A. SACCO GINEVRI, *La direttiva 2005/29 CE e la disciplina della concorrenza*, in E. MINERVINI-L. ROSSI CARLEO, *Le pratiche commerciali sleali. Direttiva comunitaria e ordinamento italiano*, Giuffrè, Milano, 2007, 85 ss. Più in generale, sulle pratiche commerciali scorrette, v. L. GUFFANTI PESENTI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi nuovi. La difficile trasposizione dell'art. 3, co 1, n. 5), dir. 2019/2161/UE*, in *Eur. dir. priv.*, 2021, 635 ss.; V. DI CATALDO, *Pratiche commerciali scorrette e sistemi di enforcement*, in *Giur. comm.*, 2011, 803 ss.; F. PIRAINO, *Diligenza, buona fede e ragionevolezza nelle pratiche commerciali scorrette. Ipotesi sulla ragionevolezza nel diritto privato*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, 1117; G. DE CRISTOFARO, *Le pratiche commerciali scorrette tra professionisti e consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 1086 ss.; A. M. GAMBINO, *Pratiche commerciali scorrette*, in *Conc. merc.*, 2008, 193 ss.; A. GENOVESE, *La normativa sulle pratiche commerciali scorrette*, in *Giur. comm.*, 2008, 762 ss.

prevedendo tra i propri obiettivi principali quello di «presentare i *green claims* in modo specifico, accurato e non ambiguo» e la «garanzia che le evidenze scientifiche a supporto dei contenuti promozionali siano essere rese disponibili in caso di contestazione», non ha tuttavia previsto disposizioni specifiche.

Ciò nonostante, poiché il *greenwashing* costituisce una forma di pubblicità ingannevole, si ritiene si possa fare applicazione degli artt. 6⁶, 7 e 12 da cui si evince l'onere di chiarezza, accuratezza e specificità che grava sul professionista nella redazione delle comunicazioni commerciali, che devono anche essere corredate da prove rigorose a sostegno delle stesse. L'art. 6, comma 2, lett. b), inoltre, rinvia ai codici di condotta, richiamando così il Codice di autodisciplina pubblicitaria⁷ il cui art. 12 («Tutela dell'ambiente naturale»), unica disposizione a fare esplicito riferimento ai *green claims*, recita «La comunicazione commerciale che dichiara o evoca benefici di carattere ambientale o ecologico deve basarsi su dati veritieri, pertinenti o scientificamente verificabili. Tale comunicazione deve consentire di comprendere chiaramente a quale aspetto del prodotto dell'attività pubblicizzata i benefici vantati si riferiscono».

L'assenza di una disciplina specifica a livello comunitario ha avuto inevitabilmente riflesso anche sul quadro normativo nazionale. Circoscrivendo l'analisi solo a quest'ultimo, al momento si può fare esclusivo riferimento al D.lgs. 2 agosto 2007, n. 145 di attuazione dell'art. 14 della Direttiva 2005/29⁸ e al Titolo III «*Pratiche commerciali, pubblicità e altre comunicazioni commerciali*» del Codice del Consumo.

Il D. lgs. 145/2007 dopo aver sancito il principio generale secondo cui la pubblicità deve essere «palese, veritiera e corretta» (art. 1, comma 2) definisce all'art. 2 pubblicità ingannevole quella «idonea a indurre in errore le persone fisiche o giuridiche alle quali è rivolta» e attribuisce all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (qui di seguito, AGCM) poteri di vigilanza e sanzionatori. Il successivo art. 12 precisa che «la comunicazione commerciale che dichiara o evoca benefici di carattere ambientale o ecologico deve basarsi su dati veritieri, pertinenti

⁶ Lo confermano gli «*Orientamenti per l'attuazione/applicazione della Direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali*» del 25 maggio 2016, COM(2016) 320 *final* i quali indicano che tale disposizione si applica alle comunicazioni commerciali, incluse le dichiarazioni ambientali.

⁷ Nella versione in vigore dal 10 marzo 2020.

⁸ D.lgs. 2 agosto 2007, n. 145 «*Attuazione dell'articolo 14 della direttiva 2005/29/CE che modifica la direttiva 84/450/CEE sulla pubblicità ingannevole*», in *G.U.* 6 settembre 2007, n. 207. V. G. DE CRISTOFARO, *La nuova disciplina della pubblicità ingannevole e comparativa: il decreto legislativo 2 agosto 2007, n. 145*, in *Studium iuris*, 2007, p. 1306 ss.

e scientificamente verificabili» e, ancora, il successivo art. 12-*bis* dispone che tale comunicazione deve consentire di comprendere «a quale aspetto del prodotto o dell'attività pubblicizzata i benefici vanatati si riferiscono» e deve essere «tale da non indurre i consumatori a trascurare le ordinarie regole di prudenza durante il loro utilizzo». L'art. 8 comma 5 detta, infine, una presunzione di ingannevolezza della pubblicità in caso di mancanza o di insufficienza di prove della verità di quanto rappresentato.

Il Titolo III della Parte Seconda del Codice del consumo disciplina il divieto di pratiche commerciali scorrette tra professionisti e consumatori, quest'ultime individuate nelle pratiche aggressive – quelle che “mediante molestie o coercizione, compreso il ricorso alla forza fisica o indebito condizionamento” sono idonee a limitare la libertà di scelta o di comportamento del consumatore medio – e nelle pratiche ingannevoli⁹, vale a dire quelle pratiche che, tramite false affermazioni o omissioni di informazioni rilevanti, inducono i consumatori a prendere decisioni che altrimenti non avrebbero preso. È dunque proprio a queste ultime che possono essere ricondotte le pratiche di *greenwashing*, comprese quelle che violano gli impegni contenuti nei codici di condotta¹⁰.

Nel contesto dell'Agenda 2030 che ha individuato nella lotta al *greenwashing* una priorità¹¹ è stata emanata la Direttiva 2024/825 "*Empowering Consumers for the Green Transition*" pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 6 marzo 2024¹².

L'impianto si fonda sulla corretta informazione al consumatore al quale devono essere forniti elementi veritieri e certificati non solo circa l'impatto ambientale e sociale del prodotto, ma anche sulla sua durabilità e riparabilità. Con specifico riferimento al *greenwashing*, il provvedimento introduce nella Direttiva 2005/29/CE la definizione di «asserzione ambientale» definendola come

⁹ Cfr., G. GRISI, *Rapporto di consumo e pratiche commerciali*, in *Eur. dir. priv.*, 2013, p. 1 ss.; R. PENNISI, *Considerazioni in merito alle pratiche commerciali ingannevoli*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 653 ss.; A.M. GAMBINO, *Pubblicità ingannevole e comparativa*, in *Conc. merc.*, 2008, p. 233 ss.;

¹⁰ Si veda, in particolare, E. BATTELLI, *Codice del consumo, codice civile e codici di settore: un rapporto non meramente di specialità*, in *Europa dir. priv.*, 2016, p. 425 ss.

¹¹ L'obiettivo n. 12 dell'Agenda 2030, intitolato "Garantire modelli di consumo e produzione sostenibili", sottolinea come il cambiamento debba necessariamente coinvolgere produttori e consumatori, rappresentando i due protagonisti inscindibili del mercato. Di particolare interesse è il *target* n.12.8 che recita: “entro il 2030, accertarsi che tutte le persone, in ogni parte del mondo, abbiano le informazioni rilevanti e la giusta consapevolezza dello sviluppo sostenibile e di uno stile di vita in armonia con la natura”.

¹² Gli Stati membri avranno tempo sino al 27 marzo 2026 per recepire la Direttiva in esame, con applicazione definitiva a partire dal successivo 27 settembre.

«qualsiasi messaggio o rappresentazione avente carattere non obbligatorio a norma del diritto dell'Unione o nazionale, in qualsiasi forma, compresi testi e rappresentazioni figurative, grafiche o simboliche (...) che asserisce o implica che un dato prodotto, categoria di prodotto, marca o operatore economico ha un impatto positivo o nullo sull'ambiente oppure è meno dannoso per l'ambiente rispetto ad altri prodotti, categorie di prodotto, marche o operatori economici oppure ha migliorato il proprio impatto nel corso del tempo». Vengono definiti i criteri per un'asserzione ambientale corretta, quando la genericità è da evitare e quando invece l'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali è ammessa nelle comunicazioni commerciali. Si precisa, inoltre, che il concetto di "ingannevolezza" include affermazioni che riguardano non solo aspetti ambientali ma anche sociali e di circolarità del prodotto, come obsolescenza, riparabilità, durabilità e riciclaggio.

Dopo aver preso atto che le asserzioni ambientali fanno sempre più spesso riferimento alle prestazioni future in termini di emissioni di carbonio o alla neutralità climatica la Direttiva ha previsto la modifica dell'articolo 6, paragrafo 2, della Direttiva 2005/29/CE vietando quelle asserzioni ambientali che, in base a una valutazione caso per caso, non risultano corroborate da impegni e obiettivi chiari, oggettivi, pubblicamente disponibili e verificabili fissati dall'operatore economico, e definiti in un piano di attuazione dettagliato e realistico che indichi in quale modo tali impegni e obiettivi saranno conseguiti e che stanzi risorse a tal fine.

La genericità delle asserzioni ambientali viene, dunque, considerata una pratica commerciale sleale. Asserzioni generiche come "rispettoso dell'ambiente", "ecologico" e simili non potranno più essere utilizzate se non accompagnate da un marchio di sostenibilità, un sistema di certificazione o un'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali. La condotta sarà considerata ingannevole qualora si esibiscano marchi non rilasciati da autorità pubbliche o da sistemi certificati come pure in caso di asserzioni ambientali generiche non supportate da eccellenza riconosciuta delle prestazioni¹³. Un'altra condotta sanzionata come sleale *ex se* è

¹³ L'eccellenza delle prestazioni si riferisce al possesso di marchi come EU Ecolabel, marchio di qualità ecologica EN ISO 14024, o altre certificazioni conformi alle migliori prestazioni ambientali secondo altre disposizioni del diritto dell'Unione.

l'asserzione ambientale che lascia intendere un vantaggio ambientale per l'intero prodotto, quando riguarda solo un aspetto del bene o dell'attività produttiva.

La Direttiva vieta, inoltre, le asserzioni ambientali basate esclusivamente sui progetti di compensazione delle emissioni, considerate fuorvianti. Infine, è previsto che anche le omissioni possano essere ingannevoli. La Direttiva 2024/825 aggiunge infatti un nuovo paragrafo all'articolo 7 della Direttiva 2005/29 che riguarda l'omissione di informazioni rilevanti per il consumatore in caso di comparazione dei prodotti rispetto ai profili ambientali, sociali o di circolarità, dove deve essere indicato il metodo di raffronto.

Per quanto concerne l'apparato sanzionatorio, la Direttiva non introduce nuove sanzioni specifiche, ma si integra nel quadro normativo della Direttiva 2005/29/CE. Pertanto, le sanzioni per violazioni delle disposizioni relative a pratiche commerciali ingannevoli rimangono quelle già previste a livello nazionale.

La Direttiva rappresenta, quindi, una sfida importante, imponendo *standard* più elevati di veridicità e trasparenza, ma offre anche un'opportunità, permettendo alle aziende di distinguersi davvero sul mercato attraverso una comunicazione ambientale veritiera e trasparente.

3. Il ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Com'è noto, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) costituisce uno dei principali presidi dell'ordinamento nazionale a tutela del corretto funzionamento del mercato e della concorrenza leale. Tra le sue competenze rientra, oltre alla vigilanza *antitrust*, il contrasto alle pratiche commerciali scorrette e alla pubblicità ingannevole, con riguardo sia alla protezione dei consumatori sia alla salvaguardia delle imprese concorrenti. In particolare, l'art. 27 del Codice del consumo le conferisce ampi poteri di indagine e di intervento: l'Autorità può attivarsi d'ufficio o a seguito di segnalazioni, disporre l'inibizione e la sospensione anche provvisoria delle condotte contestate, ordinare la rimozione di contenuti illeciti diffusi mediante reti telematiche, irrogare sanzioni pecuniarie e, nei casi più rilevanti, ordinare la pubblicazione del provvedimento sanzionatorio. Negli ultimi anni questi poteri le hanno consentito di affrontare in maniera significativa le sempre più diffuse pratiche di *greenwashing*.

Le decisioni assunte dall'Autorità mostrano con chiarezza le modalità attraverso cui i messaggi ambientali ingannevoli possono incidere sul comportamento economico del consumatore¹⁴. Gli interventi hanno riguardato diversi aspetti della sostenibilità ambientale, dalla compatibilità ambientale della composizione delle bottiglie delle acque minerali, al tema del riciclaggio di prodotti (pannolini¹⁵ e buste per la spesa), ai carburanti (carburanti verdi, compensazioni delle emissioni di CO₂).

Nel caso *Ferrarelle* (provv. n. 23278/2011)¹⁶, l'AGCM ha censurato il *claim* «prodotto a impatto zero» in quanto fondato su un progetto occasionale e limitato di compensazione delle emissioni di CO₂, che interessava soltanto una minima parte della produzione annua, inducendo il consumatore a credere che l'intero ciclo produttivo fosse privo di impatto ambientale. Similmente, nel procedimento relativo all'*Acqua Sant'Anna*, l'Autorità ha accertato la natura ingannevole della promozione delle *Bio Bottle*, pubblicizzate come bottiglie «che spariscono in soli 80 giorni»: un messaggio idoneo a veicolare un'immagine di sostenibilità generalizzata, mentre nella realtà le bottiglie con queste caratteristiche rappresentavano appena lo 0,2% della produzione complessiva, e i benefici ambientali derivavano da iniziative estranee al ciclo produttivo, quali l'acquisto di certificati di energia rinnovabile¹⁷. Ancora più significativa, sotto il profilo sistemico, è stata la sanzione irrogata nel 2019 nei confronti di ENI, per la campagna sul carburante “*eni diesel+ green*”, nella quale la qualità “*green*” veniva attribuita all'intero prodotto, inducendo a ritenere che un carburante intrinsecamente inquinante potesse costituire una scelta rispettosa dell'ambiente, quando in realtà le caratteristiche vantate si riferivano soltanto a una componente minoritaria del combustibile¹⁸.

Tali provvedimenti dimostrano come il *greenwashing* sia idoneo non soltanto a ledere i diritti dei consumatori, distortendo la consapevolezza nelle scelte di

¹⁴ Un'ampia ricognizione dei provvedimenti assunti dall'AGCM si può ritrovare in A. PAPPALARDO, *Sottolineare il carattere ecologico di un prodotto nell'attuale momento storico, nel quale il valore ecologico riscuote la generalità dei consensi – Trent'anni di Green Claims nella giurisprudenza del Giurì e dell'AGCM*, in *Riv. dir. ind.*, 2021, 235 ss. e in M. TAVELLA, *Comunicazione commerciale e asserzioni ambientali*, in *Dir. ind.*, 2020, 407 ss.

¹⁵ AGCM, PS10389 – *Olive Italia – Pannolini Nappynat*, provv. n. 26298 riguardante un caso di pannolini pubblicizzati con caratteristiche ecosostenibili che, tuttavia, l'impresa produttrice non era stata in grado di dimostrare.

¹⁶ AGCM, PS7235 – *Ferrarelle Impatto Zero* – Provv. n. 23278 dell'8 febbraio 2012.

¹⁷ AGCM, PS6302 – *Acqua S. Anna – Bio Bottle*, Provv. n. 24046 del 14 novembre 2012.

¹⁸ AGCM, PS11400 – *ENI Diesel +*, Provv. n. 280060 del 20 dicembre 2019.

acquisto, ma anche a falsare la concorrenza, attribuendo un indebito vantaggio competitivo a chi comunica in maniera suggestiva e priva di fondamento rispetto a operatori che investono realmente in processi sostenibili. L'azione dell'AGCM si rivela dunque essenziale nell'attuazione dei principi di trasparenza e correttezza informativa che permeano la disciplina europea delle pratiche commerciali scorrette, costituendo un importante strumento di regolazione del mercato verde.

4. Il caso *Shein* e il provvedimento di condanna dell'AGCM.

A novembre 2002 *Greenpeace* Italia pubblica un *report* di *Greenpeace* Germania intitolato “*Taking the Shine off SHEIN: A business model based on hazardous chemicals and environmental destruction*” riguardante i dati risultanti dall'analisi di 47 capi acquistati in Italia, Austria, Germania, Spagna e Svizzera¹⁹. Il documento riporta che il 15% dei capi analizzati ha fatto registrare quantità di sostanze chimiche pericolose superiori ai livelli consentiti dalle leggi europee. In altri quindici prodotti le concentrazioni di queste sostanze si erano attestate a livelli comunque preoccupanti.

Allo stesso tempo, anche un'indagine condotta dal magazine tedesco *Okto-Test* aveva sollevato preoccupazioni sulla presenza di sostanze nocive in alcuni capi. Tra queste, erano stati rilevati antimonio, piombo, cadmio, e addirittura ftalati vietati, il cui contenuto superava di 15 volte i limiti previsti dal regolamento REACH europeo. Gli ftalati, in particolare, sono noti per danneggiare gli organi riproduttivi, agire come interferenti endocrini e compromettere la fertilità, oltre a rappresentare un rischio per il feto durante la gravidanza. Non solo: era stato anche analizzato il materiale di cui erano fatti degli scarponcini ed erano stati trovati anche gli Idrocarburi Policiclici Aromatici (IPA), sostanze cancerogene, in concentrazioni fino a 22 volte superiori ai valori limite.

Il 23 settembre 2024 l'AGCM ha avviato il procedimento PS12709 nei confronti della società *Infinite Styles Services CO. Limited*, società irlandese con sede a Dublino che gestisce la piattaforma europea di *Shein*, per verificare la possibile ingannevolezza di alcune comunicazioni ambientali presenti sul sito web italiano, in particolare nelle sezioni *web* riguardanti le iniziative “*SHEINTHEKNOW*”,

¹⁹ Il report è consultabile all'indirizzo https://www.greenpeace.de/publikationen/S04261_Konsumwende_StudieEN_Mehr%20Schein_v9.pdf

“*evolu-SHEIN*” e *Social Responsibility*. All’epoca, il sito *web* consentiva di evincere come l’intera comunicazione fosse volta a rappresentare l’impegno dell’azienda nella creazione di capi di abbigliamento e di materiali di alta qualità. Sul sito si leggeva anche che l’azienda era impegnata a ridurre al minimo l’impatto ambientale, mantenendo *standard* di sicurezza e qualità senza compromessi, per proteggere sia le persone che il pianeta.

L’indagine ha avuto ad oggetto la verifica della correttezza delle pratiche commerciali connesse alla promozione dei capi di abbigliamento offerti sul sito ufficiale. L’istruttoria ha rilevato che, a partire almeno dal 2023, diverse sezioni del sito contenevano dichiarazioni ambientali e sociali formulate in termini ampi e assoluti e prive di supporto informativo adeguato. L’Autorità ha individuato tre aree principali di comunicazione ingannevole. In primo luogo, la sezione *#SHEINTHEKNOW*, nella quale si faceva riferimento a un futuro «circolare» e a una produzione responsabile, senza tuttavia fornire indicatori misurabili o verificabili. In secondo luogo, il progetto *evoluSHEIN*, presentato come linea di abbigliamento sostenibile, risultava quantitativamente marginale (tra il 2,2% e l’8,3% dell’offerta complessiva nel biennio 2023-2024) e non accompagnato da informazioni trasparenti sulla percentuale di fibre riciclate effettivamente impiegate. Infine, gli obiettivi di decarbonizzazione – riduzione del 25% delle emissioni entro il 2030 e neutralità climatica al 2050 – erano stati comunicati come già “validati” dalla *Science Based Targets Initiative*, mentre in realtà l’approvazione era intervenuta solo successivamente. In tal modo, le dichiarazioni ambientali non solo risultavano vaghe e generiche, ma in alcuni casi anticipavano validazioni non ancora acquisite, inducendo il consumatore medio a una rappresentazione distorta della sostenibilità aziendale.

L’Autorità ha proceduto a verificare la compatibilità di tali comunicazioni ambientali con le disposizioni del Codice del consumo rilevanti nel caso di specie: in particolare, l’art. 20, che sancisce il divieto di pratiche contrarie alla diligenza professionale idonee a falsare il comportamento economico del consumatore, l’art. 21, comma 1, lett. b), che vieta la diffusione di informazioni ingannevoli circa le caratteristiche principali del prodotto e, infine, l’art. 22, commi 1 e 2, che riguardano le omissioni rilevanti di informazioni necessarie per una l’assunzione di decisioni consapevoli.

Gli esiti dell'istruttoria hanno qualificato le asserzioni contestate come pratiche commerciali scorrette, in quanto vaghe e generiche, autoreferenziali e non verificabili, anche alla luce dei dati pubblicati dalla stessa società che confermavano l'esiguità delle percentuali di fibre riciclate utilizzate e il progressivo aumento delle emissioni complessive di CO₂.

L'AGCM ha sottolineato come l'azienda abbia costruito una reputazione “green” artificiale, enfatizzando iniziative marginali rispetto all'impatto complessivo del proprio modello di business comunque fondato sulla sovrapproduzione e sul consumo compulsivo. Considerata la gravità delle condotte, la loro diffusione capillare *online* e la posizione di rilievo del gruppo sul mercato europeo, l'Autorità ha irrogato una sanzione pecuniaria di 1 milione di euro e disposto l'inibizione delle pratiche scorrette, con la possibilità di sospendere l'attività fino a trenta giorni in caso di reiterazione.

L'AGCM svolge certamente un'attività sicuramente preziosa ed efficace nell'identificare quelle comunicazioni commerciali in grado di attrarre consumatori con messaggi ingannevoli e non veritieri in tema di sostenibilità ambientale e nell'inibirne l'utilizzo. Delle riflessioni diverse andrebbero invece fatte in relazione alle sanzioni, la cui misura massima è indicata dalla legge in 10 milioni di euro. La sanzione inflitta nel caso esaminato riapre il dibattito sull'adequatezza del sistema repressivo²⁰: l'importo massimo di dieci milioni di euro previsto dal Codice del consumo rischia di non avere un'efficacia deterrente nei confronti di operatori multinazionali dalle dimensioni colossali, per i quali il vantaggio derivante da comunicazioni ingannevoli può facilmente superare il costo della sanzione. Ciò induce a interrogarsi sulla necessità di un adeguamento normativo, ad esempio parametrando le sanzioni al fatturato annuo o al volume d'affari collegato alla pratica scorretta, in linea con il modello *antitrust* europeo.

²⁰ Ne avevamo già trattato in V. PICCININI, *Plurioffensività delle pratiche di greenwashing tra interventi dell'AGCOM e la nuova Direttiva UE 2024/825*, in *Resp. civ. prev.*, 2025, 716.

Il ruolo ambiguo dello Stato tra golden power e golden silence. Implicazioni giuridiche ed istituzionali del risiko bancario.

Di Luigi Scipione

This paper analyzes recent banking mergers in Italy in light of the selective and differentiated use of special powers (golden power) by the State. Through a comparative examination of the cases of MPS-Mediobanca, Mediobanca-Banca Generali, and UniCredit-Banco BPM, it highlights intervention and non-intervention choices that outline a practice that is not always consistent, in which the golden power assumes an ambivalent function: on the one hand, as a tool for safeguarding economic security; on the other, as a potential mechanism for industrial planning that conflicts with the fundamental freedoms of the internal market. From a multilevel perspective, the investigation considers the legal constraints imposed by European Union law – specifically Regulation (EU) 2019/452, Articles 63–65 TFEU, and the Banking Union frame work – reconstructing the golden power as an expression of “regulated sovereignty”. Particular attention is paid to the institutionally ambiguous role of the State, which in some transactions combines the functions of regulator and shareholder, raising questions of impartiality and the separation of public functions. The emerging picture reveals an uncertain and fragmented regulatory environment, which calls for critical reflection on the compatibility between the exercise of special powers and the principle of economic legality within an integrated European governance framework.

Il contributo analizza le recenti operazioni di concentrazione bancaria in Italia alla luce del ricorso, selettivo e differenziato, ai poteri speciali (golden power) da parte dello Stato. Attraverso l'esame comparato dei casi MPS-Mediobanca, Mediobanca-Banca Generali e UniCredit-Banco BPM, si evidenziano scelte di intervento e di non intervento che delineano una prassi non sempre coerente, in cui il golden power assume una funzione ambivalente: da un lato, strumento di tutela della sicurezza economica; dall'altro, possibile meccanismo di pianificazione industriale in tensione con le libertà fondamentali del mercato interno. In una prospettiva multilivello, l'indagine considera i vincoli giuridici imposti dal diritto dell'Unione europea – in particolare il Regolamento (UE) 2019/452, gli artt. 63–65 TFUE e il quadro dell'Unione Bancaria – ricostruendo il golden power come espressione di una “sovranità regolata”. Particolare attenzione è dedicata al ruolo istituzionalmente ambiguo dello Stato, che in alcune operazioni cumula le funzioni di regolatore e azionista, sollevando questioni di imparzialità e di separazione delle funzioni pubbliche. Il quadro che ne emerge rivela un contesto regolatorio incerto e frammentato, che impone una riflessione critica sulla compatibilità tra l'esercizio dei poteri speciali e il principio di legalità economica nell'ambito di una governance europea integrata.

SOMMARIO: 1. Quadro introduttivo: il risiko bancario tra governance europea e autonomia strategica. – 2. Le ragioni del contendere: una battaglia per l'egemonia del capitalismo finanziario italiano. – 3. Dal liberalismo all'ibridazione politico economica: i governi protagonisti del consolidamento bancario. – 4. Golden power e concentrazioni bancarie: una prassi disomogenea. – 5. Il contesto giuridico europeo tra incompiutezze strutturali e frammentazione normativa. – 6. L'evoluzione del golden power tra estensione funzionale e ridefinizione dei paradigmi di sicurezza economica. – 7. Il golden power come strumento di regolazione strategica nel settore bancario. – 8. Regolazione delle concentrazioni bancarie: quando lo Stato può (e deve) intervenire. – 9. Possibili interferenze tra disciplina delle OPA e golden power. – 10. Modelli applicativi e approcci regolatori adottati nelle Opa bancarie. – 11. Lo Stato arbitro e giocatore: conflitti istituzionali nell'uso del golden power. – 12. Proposte per una riforma del golden power in ambito bancario. – 12.1. Separazione funzionale tra regolazione e proprietà pubblica. – 12.2. Maggiore trasparenza e accountability nell'esercizio del golden power. – 12.3. Integrazione multilivello e coinvolgimento di autorità indipendenti. – 13. Considerazioni finali.

1. Quadro introduttivo: il risiko bancario tra *governance* europea e autonomia strategica.

Negli ultimi anni il sistema bancario italiano è stato interessato da una serie di operazioni straordinarie – fusioni, acquisizioni, scalate ostili e manovre difensive – che la stampa economica ha efficacemente sintetizzato con il termine “risiko bancario”. Tale fenomeno, che si colloca nel più ampio processo di consolidamento europeo del settore creditizio, non risponde unicamente a logiche di mercato, ma è condizionato da rilevanti variabili di politica industriale e regolamentazione sovranazionale.

La tendenza in atto al consolidamento bancario si inserisce in un contesto caratterizzato da molteplici fattori convergenti: (i) le pressioni regolamentari derivanti dagli accordi di Basilea III e dalla normativa europea in materia di adeguatezza patrimoniale (CRR/CRD IV); (ii) l'esigenza di razionalizzazione dei costi e di aumento della redditività; (iii) l'emergere di nuovi rischi sistemici, inclusi quelli di matrice cibernetica e climatica.

Nonostante l'insistere di una cornice di progressiva europeizzazione della vigilanza – basata su criteri rigorosi di sana e prudente gestione, trasparenza operativa, adeguato controllo del rischio e solidità patrimoniale degli operatori economici – gli Stati membri hanno mantenuto – e in taluni casi rafforzato – strumenti autonomi di intervento straordinario nei settori ritenuti strategici per la sicurezza nazionale.

Questo trend, in linea con le dinamiche riscontrabili negli altri sistemi bancari dell'Unione Europea, rappresenta un evento di portata storica non solo per la rilevanza finanziaria dell'operazione, ma anche – e soprattutto – per l'ambiguo posizionamento istituzionale dello Stato italiano.

Tra le misure adottate spicca il *golden power*, istituto che consente al governo di intervenire su operazioni societarie che coinvolgono soggetti operanti in settori ritenuti strategici, al fine di tutelare interessi nazionali fondamentali, quali la sicurezza, l'ordine pubblico e la continuità dei servizi essenziali.

Nel settore finanziario, la possibilità di ricorrere all'uso del *golden power* per “pilotare” tali processi sfocia in una forma di “sovranità regolata” esercitata, che si confronta, però, con i principi fondamentali del diritto dell'Unione europea, *in primis* la libertà di stabilimento e la libera circolazione dei capitali, e con la presenza di sistemi multilivello come quello bancario, dove le competenze risultano distribuite tra autorità nazionali e istituzioni sovranazionali.

Per di più, la compresenza nello stesso soggetto pubblico di poteri regolatori e di interessi economici diretti, come accade quando lo Stato partecipa al capitale di istituti bancari coinvolti nelle operazioni di aggregazione, concorre ad aumentare la complessità del quadro applicativo. La sovrapposizione tra la funzione regolatoria (*melius*, di arbitro) e quella imprenditoriale può dar luogo ad *asimmetrie istituzionali* e conflitti di interesse strutturali, riducendo la credibilità e l'efficacia del controllo pubblico.

La tensione tra autonomia dell'iniziativa privata, tutela della stabilità sistemica e interventismo selettivo dello Stato solleva interrogativi di rilievo sia sul piano

giuridico-costituzionale, sia sul versante della regolazione economica, richiedendo un bilanciamento dinamico e proporzionato tra i diversi interessi in gioco.

La stagione delle OPA, al di là del significato economico e dell'esito cui le singole operazioni di riassetto proprietario approderanno, si configura come un *test istituzionale* di portata paradigmatica che induce a una riflessione ad ampio spettro sul ruolo dello Stato nell'economia, sulla tenuta delle architetture regolatorie e sulla compatibilità del *golden power* con un'Unione bancaria ancora incompiuta.

2. Le ragioni del contendere: una battaglia per l'egemonia del capitalismo finanziario italiano.

Nel contesto di una profonda e progressiva trasformazione strutturale del sistema finanziario europeo, il caso italiano si presenta come un'eccezione parzialmente refrattaria alle dinamiche di consolidamento che hanno invece caratterizzato la traiettoria degli altri principali sistemi bancari dell'Unione. A dispetto delle pressioni convergenti esercitate dai mercati, dalle istituzioni europee e dagli *standard* internazionali in materia di *governance* e solidità patrimoniale, il sistema bancario italico continua a mostrare un'elevata frammentazione, una presenza significativa di soggetti pubblici o para-pubblici e una persistente interrelazione tra finanza e apparati industriali. Questi elementi rendono il cosiddetto "risiko bancario" non semplicemente un fenomeno di concentrazione settoriale dettato da logiche economiche o di efficientamento, ma un processo eminentemente politico-economico, carico di implicazioni strategiche e simboliche che trascendono la dimensione strettamente aziendale¹.

La persistenza di assetti proprietari intrecciati e di logiche relazionali – eredità di un capitalismo storicamente fondato su reti dense tra Stato, banche e imprese – conferisce infatti a ogni iniziativa di fusione, acquisizione o ingresso nel capitale di soggetti sistemici un significato che va ben oltre il calcolo finanziario². In questo

¹ Per alcune prime interessanti considerazioni si veda R. HAMAUI, *Sistema bancario: la foresta pietrificata è diventata una giungla*, in *lavoce.info*, 30 aprile 2025; ID., *Nel risiko bancario il rischio di creare giganti dai piedi di argilla*, *ivi*, 11 febbraio 2025.

² Nell'ambito di questo articolato processo di riconfigurazione degli equilibri strategici, il fulcro della contesa è costituito dall'asse Mediobanca–Generali, ovvero il nodo di intermediazione tra

scenario, ogni operazione di tal specie si inserisce all'interno di una più ampia ristrutturazione dell'egemonia economica e finanziaria, in un'epoca segnata dal doppio *shock* della crisi finanziaria globale e della pandemia. La contesa per il controllo degli snodi strategici della finanza italiana riflette, quindi, una lotta per la ridefinizione della stessa sovranità economica, della composizione del capitalismo nostrano e, in ultima analisi, delle coordinate stesse dello sviluppo del comparto creditizio.

Al cuore di questo confronto si collocano due modelli antitetici di *corporate governance* e di concezione del ruolo della finanza³. Il primo, riconducibile alla cultura manageriale e di mercato, è improntato ai criteri della trasparenza gestionale, della massimizzazione del valore per gli azionisti e della netta separazione tra proprietà e controllo. Siffatta visione, incarnata emblematicamente dall'attuale *management* di Mediobanca, si ispira a paradigmi di matrice anglosassone e trova una sua legittimazione nella crescente spinta all'adozione di pratiche di *good governance* e *accountability*, promosse anche dalle autorità sovranazionali e dai principali investitori istituzionali.

Il secondo modello, in senso diametralmente opposto, riprende tratti distintivi del capitalismo relazionale italiano e si articola attorno a una concezione proprietaria, strategica e sistemica del ruolo degli attori finanziari. Ne scaturisce una visione, sostenuta da un asse che comprende MPS e il MEF, in cui la finanza non si configura come un ambito neutro e tecnico, bensì come leva strutturale per la definizione delle politiche industriali, della difesa degli *asset* strategici e della pianificazione economica di lungo periodo. L'investitore pubblico, lungi dal ritirarsi

capitale bancario e industriale che, storicamente, ha svolto un ruolo centrale nella *governance* del capitalismo nazionale. Carattere prevalentemente "strategico" va riconosciuto anche all'operazione MPS-Mediobanca, in contrapposizione al tentativo di Unicredit di acquisire Commerzbank e Banco BPM e a quello di Banca Ifis di rilevare Illimity, entrambi spinti da logiche di tipo prevalentemente industriale. In merito a tali questioni v. R. HAMAUI, *MPS-Mediobanca: quando lo Stato incontra la finanza*, in *lavoce.info*, 28 gennaio 2025; S. BRAGANTINI, *La scalata Mediobanca che però punta alle Generali*, *ivi*, 9 giugno 2020. Detti movimenti non sono, peraltro, isolati. Crédit Agricole ha incrementato la propria esposizione nel mercato italiano attraverso l'acquisizione di Crédit Agricole Italia e operazioni su Cariparma. In proposito v. B. LEGNI, *Crédit Agricole, il cavallo di Troia nel risiko bancario italiano*, in *Italiainforma.it*, 2 giugno 2025.

³ Cfr. M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 4(3), 1976, p. 305 ss.; E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, p. 301 ss. La "Agency Theory" si basa sulla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, tipica delle società a capitale diffuso, da cui deriva conflitto e asimmetria informativa tra il detentore dei diritti proprietari (principale) e il *management* (agente).

in un ruolo meramente regolatorio o residuale, si propone come protagonista attivo della costruzione di un nuovo equilibrio tra capitale pubblico e privato, in cui la finalità sociale dell'intervento finanziario torna a essere valorizzata⁴.

A sua volta questa dialettica riflette, in profondità, la persistenza di una tensione strutturale tra due visioni del capitalismo contemporaneo: una orientata alla piena adesione agli *standard* della *financial globalization*, l'altra incline a riaffermare forme di controllo sovrano e di pianificazione economica parziale, in nome della resilienza strategica e della protezione degli interessi nazionali. In questa prospettiva metapolitica, la riattivazione della triangolazione storica tra Stato, banca e industria non rappresenta un semplice ritorno al passato, bensì una riconfigurazione adattiva del capitalismo italiano in risposta alle nuove sfide geopolitiche, ambientali e tecnologiche⁵.

Per inciso, l'ingresso diretto del MEF, quale azionista di riferimento di MPS, in una strategia apertamente ostile nei confronti di Mediobanca – e, per estensione, del suo sistema di alleanze che include Generali – segnala il riemergere di una logica in cui lo Stato non si limita a ricoprire un ruolo “neutrale”, ma si atteggiava come attore intenzionale e strutturale all'interno di processi tesi a ridefinire l'assetto dei poteri e dei rapporti tra operatori privati.

Tale approccio, inevitabilmente, suscita interrogativi di varia natura – giuridica, economica e istituzionale – poiché rischia di porsi in tensione con i principi fondanti dell'Unione bancaria e con la disciplina europea in materia di aiuti di Stato e concorrenza. L'azione diretta dello Stato italiano in un'operazione di mercato può infatti essere interpretata come un'ingerenza che altera le condizioni di parità concorrenziale, sollevando potenziali obiezioni da parte della Commissione europea e delle autorità di vigilanza sovranazionali.

Il cuore della questione si situa, dunque, nel delicato equilibrio tra l'autodeterminazione economica interna e l'architettura istituzionale europea: un

⁴ Il MEF, attraverso la cessione del 15% del capitale detenuto in MPS nel novembre del 2024, ha compiuto un primo passo strategico che, in retrospettiva, ha assunto una valenza prefigurativa rispetto agli sviluppi successivi.

⁵ Cfr. P. HALL, D. SOSKICE, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, 2000.

equilibrio che, nella fase attuale di riconfigurazione degli assetti globali, torna a essere al centro del dibattito politico ed economico. La ricerca di una nuova sintesi tra interventismo statale, integrazione finanziaria e disciplina comunitaria non riguarda solo l'Italia, ma rappresenta una sfida più ampia per l'intero progetto europeo, chiamato a coniugare al suo interno coesione, competitività globale e sostenibilità sistemica in un'epoca segnata da crescenti incertezze.

3. Dal liberalismo all'ibridazione politico-economica: i governi protagonisti del consolidamento bancario.

Il raffronto con esperienze recenti in altri Stati membri conferma una tendenza convergente alla selettività, con varianti d'intensità legate al contesto politico-istituzionale.

In questa fase storica caratterizzata da un rinnovato protagonismo delle politiche industriali, i governi europei sembrano voler tornare a esercitare un controllo più diretto sui processi di ristrutturazione e aggregazione bancaria, spesso in contrasto con l'impianto originario dell'Unione bancaria e con le aspirazioni di un'integrazione finanziaria pienamente funzionale. Si assiste così a una frizione crescente tra le esigenze di coordinamento sovrastatale e le spinte centripete di natura politico-economica che riaffermano, anche nell'era della finanza globalizzata, l'importanza delle logiche nazionali⁶.

Il caso tedesco è emblematico: l'esecutivo ha bloccato, di fatto, le mire espansionistiche di UniCredit nei confronti di *Commerzbank*, dimostrando la volontà politica di preservare *asset* strategici nazionali da acquisizioni transfrontaliere, anche quando queste rientrano pienamente nelle logiche del mercato interno.

Parallelamente, il governo portoghese, senza troppi margini di ambiguità, ha favorito l'offerta del gruppo francese BPCE (*Banques Populaires et Caisses*

⁶ R. HAMAU, *Risiko bancario: lo Stato rischia di essere il grande vincitore e non solo in Italia*, in *Firstonline*, giugno 2025.

d'Épargne) per l'acquisizione di Novobanco a discapito della concorrente spagnola CaixaBank, lasciando intendere una precisa preferenza geopolitica e industriale.

A questo mosaico già complesso va aggiunto il caso spagnolo, in cui il governo ha espresso una posizione fortemente critica nei confronti dell'offerta pubblica di acquisto lanciata da BBVA su Banco Sabadell. La contrarietà dell'esecutivo non si è limitata a dichiarazioni politiche, ma si è tradotta in una chiara pressione istituzionale tesa a scoraggiare l'operazione, invocando esigenze di coesione territoriale, salvaguardia dell'occupazione e preservazione di un modello bancario maggiormente radicato a livello locale. Anche in tale contesa, dietro la retorica della difesa dell'interesse nazionale, si cela una lettura politico-industriale del settore bancario come infrastruttura critica, la cui *governance* non può essere interamente demandata alle sole dinamiche finanziarie e alle scelte degli azionisti.

Le vicende descritte rivelano una dinamica sempre più evidente: gli Stati membri, pur formalmente vincolati ai principi del mercato unico europeo e ai dogmi della concorrenza promossi dalla Commissione, tendono a rivendicare un margine di sovranità economica che si esprime attraverso politiche industriali attive. Ebbene, tale tendenza deve essere interpretata come un segnale di ridefinizione dei rapporti tra potere pubblico e mercato, soprattutto in settori ad alta rilevanza sistemica.

In termini più strettamente economici, questa evoluzione si può leggere alla luce del paradigma della “variegated capitalism”, secondo il quale gli Stati, pur operando all'interno di un sistema economico integrato, mantengono traiettorie istituzionali differenti, riflettendo modelli di capitalismo disomogenei. Il ricorso selettivo a strumenti di politica industriale – spesso dissimulato sotto forma di decisioni discrezionali o preferenze espresse nei processi autorizzativi⁷ – rappresenta una forma di intervento pubblico che, sebbene non apertamente incompatibile con il quadro normativo europeo, ne sfida l'ortodossia liberista.

In un contesto segnato da crescenti rischi geopolitici, transizione energetica e digitalizzazione, la resilienza del sistema bancario viene considerata un obiettivo strategico nazionale, percepito non solo come un'industria a fini di profitto, ma

⁷ In ordine all'uso del *golden power* come potere latente e deterrente sia consentito rinviare a L. SCIPIONE, *Il golden power tra interessi nazionali e vincoli europei. I rilievi della Commissione europea sull'OPS UniCredit-Banco BPM*, in *Riv. dir. risp.*, 2, 2025, p. 25 s.

come un'infrastruttura istituzionale fondamentale per l'attuazione delle politiche pubbliche, la gestione dei rischi sistemici e il finanziamento dell'economia reale. È in questa cornice che va collocata la rinnovata attenzione dei governi alle operazioni di *M&A* bancarie, viste non tanto come episodi di razionalizzazione del settore, quanto come snodi decisivi di una più ampia strategia nazionale.

4. *Golden power* e concentrazioni bancarie: una prassi disomogenea.

L'ultima stagione di concentrazioni bancarie in Italia ha evidenziato una crescente tensione tra logiche di mercato e ragioni di sicurezza economica, configurando uno scenario nel quale il diritto dei poteri speciali – nella forma assunta dal *golden power* – si è progressivamente trasformato in uno strumento di mediazione istituzionale tra interessi economici, considerazioni strategiche e vincoli giuridici sovranazionali. L'arena delle operazioni straordinarie nel settore creditizio si è così convertita in un campo di prova avanzato per l'elaborazione di una prassi regolatoria ad alta intensità, in cui la neutralità dell'ordinamento viene costantemente messa alla prova dalle interferenze, più o meno esplicite, della politica industriale⁸.

Le tre operazioni più significative avvenute in questo ciclo di consolidamento – MPS-Mediobanca, Mediobanca-Banca Generali e UniCredit-Banco BPM – offrono uno spaccato paradigmatico di come l'intervento pubblico, pur in forme giuridicamente codificate, assuma significati profondamente diversi a seconda del contesto, degli attori coinvolti e degli obiettivi impliciti o espliciti dell'Esecutivo. Tali vicende mostrano, in controluce, l'emergere di una prassi applicativa del *golden power* che, sebbene formalmente ancorata ai principi di proporzionalità⁹,

⁸ Riguardo alla singolare applicazione del *golden power* all'OPS di Unicredit su Banco Bpm cfr. G. DELLA CANANEA, *Il monito della Commissione Ue al governo sul caso Unicredit*, in *Il Foglio*, 15 luglio 2025; F.M. MARCHESANO, *Golden power e banche, dopo il Tar lo scontro si allarga all'Europa*, ivi, 14 luglio 2025; VELLA, *Il fascino discreto del golden power all'italiana*, in *lavoce.info*, 30 aprile 2025; L. PICOTTI, *Risiko bancario e Golden Power: l'intervento del governo su UniCredit-Banco Bpm*, in *Osservatorio Golden Power*, maggio 2025; S. CARLETTI, *Il difficile riassetto del sistema bancario*, in *FCHub.it*, 2025; P. PILATI, *Mediobanca, Generali, MPS... Prede e predatori, con molti conflitti di interesse*, ivi, 2025.

⁹ Sul principio di proporzionalità cfr., per tutti, A. SANDULLI, *La proporzionalità dell'azione amministrativa*, Padova, 1998; D.U. GALETTA, *Il principio di proporzionalità*, in M. RENNA, F. SAITTA (a cura di), *Studi sui principi di diritto amministrativo*, Milano, 2012, p. 408 ss., cui si rinvia

necessità e non discriminazione enunciati dagli articoli 63–65 del TFUE e dal Regolamento (UE) 2019/452, si presta a un’interpretazione flessibile quando lo Stato intende orientare le traiettorie evolutive dell’architettura bancaria nazionale.

Nel caso MPS-Mediobanca, l’astensione totale dall’attivazione dei poteri speciali da parte della Presidenza del Consiglio è stata formalmente motivata dall’assenza di impatti pregiudizievoli sulla sicurezza economica nazionale¹⁰. Tuttavia, la scelta del “non esercizio incondizionato” del *golden power* riveste un significato istituzionale più profondo: essa ha rappresentato una manifestazione di *self-restraint* da parte dell’autorità pubblica in un contesto potenzialmente segnato da un conflitto di interessi. Il MEF, in qualità di azionista di controllo di MPS, si trovava infatti a essere parte direttamente coinvolta nell’operazione, rivestendo al contempo il ruolo di regolatore e quello di controparte industriale.

Esteriormente la decisione di evitare ogni imposizione formalmente vincolante si colloca nel solco di un approccio ispirato al principio di contendibilità del mercato, volto a preservare la libertà d’impresa in assenza di minacce concrete alla stabilità sistemica o agli interessi nazionali fondamentali.

Analoga impostazione è stata mantenuta nel *dossier* relativo all’operazione Mediobanca-Banca Generali, dove il Governo ha ritenuto di non dover esercitare i poteri speciali, confermando una linea di continuità istituzionale fondata su un minimalismo interventistico. L’operazione Mediobanca–Generali si è sviluppata in un contesto di riorganizzazione strategica del settore bancario italiano, caratterizzato da movimenti speculari e manovre difensive tipiche delle dinamiche del cosiddetto *risiko bancario*. In tale cornice, l’interesse di Mediobanca a rafforzare la propria posizione nel comparto del *wealth management* può essere letto anche come una reazione anticipatoria all’attivismo industriale manifestato da MPS, delineando un quadro competitivo in rapida evoluzione. Il mancato intervento del Governo ha ribadito una certa coerenza sistemica rispetto alla vicenda MPS-

per l’ampia ricostruzione delle origini e della natura del principio nell’ordinamento e nella giurisprudenza dell’UE.

¹⁰ La Presidenza del Consiglio dei Ministri ha deliberato il 14 aprile 2025 il non esercizio dei poteri speciali previsti dalla normativa *golden power* nell’ambito dell’OPS volontaria totalitaria di MPS su Mediobanca. Stesso esito è stato formulato il 14 marzo 2025 per l’OPS di Banca Ifis su Illimity Bank. In questo scenario si inserisce l’OPS lanciata da BPER Banca nel febbraio 2025 su Banca Popolare di Sondrio che ha ottenuto l’autorizzazione *golden power* il 19 aprile 2025.

Generali nel riconoscere, più in generale, la neutralità delle operazioni non idonee a produrre rischi differenziali sotto il profilo della sicurezza economica o della stabilità degli *asset* strategici.

Il quadro cambia radicalmente con l'OPS UniCredit-Banco BPM. In detto procedimento il Governo ha imposto un ventaglio di prescrizioni incisive, tra cui, in particolare, l'obbligo di dismettere in tempi ravvicinati le attività in Russia – salva la gestione dei pagamenti con controparti occidentali – e altre condizioni volte a “territorializzare” profili di rischio e operatività.

Tale intervento ha sollevato un confronto istituzionale particolarmente acceso su due fronti distinti ma interconnessi: quello interno, con l'avvio di un contenzioso amministrativo da parte di UniCredit, e quello europeo, con l'apertura di una procedura d'infrazione da parte della Commissione. Sul piano domestico, il TAR del Lazio, con la sentenza del 12 luglio 2025, ha parzialmente accolto il ricorso della banca, censurando alcune clausole del decreto governativo per eccesso di potere e difetto di proporzionalità. La decisione ha tuttavia mantenuto la validità dell'intervento statale in tutte quelle parti in cui esso risultava sorretto da un nesso coerente con esigenze reali e documentate di sicurezza economica, ribadendo così che l'uso del *golden power* deve sempre essere sorretto da una giustificazione sostanziale, non puramente dichiarativa¹¹.

A livello sovranazionale, la Commissione europea ha fatto pervenire all'Italia una comunicazione di addebiti preliminare, profilando una violazione dei principi fondamentali del mercato unico e richiedendo chiarimenti sulla compatibilità dell'intervento con i canoni di proporzionalità, necessità e non discriminazione¹².

¹¹ TAR Lazio, sent. 12 luglio 2025, n. 1374. In proposito, per un primo commento, cfr. L. PICOTTI, *La sicurezza economica come parte della sicurezza nazionale: TAR, UniCredit, Golden Power*, in *Osservatorio Golden Power*, 1 luglio 2025; L. SCIPIONE, *Il golden power alla prova del diritto. Riflessioni alla luce della sentenza del TAR Lazio sul caso UniCredit-Banco BPM*, in *Riv. dir. risp.*, 2, 2025, p. 4 ss.

¹² Il 26 maggio 2025, la Commissione europea ha formalmente trasmesso alle autorità italiane una richiesta di informazioni ai sensi dell'art. 6 del Reg. (UE) 452/2019, relativo al quadro per il controllo degli investimenti esteri diretti (IED) nell'Unione. L'intervento si inserisce nell'ambito del meccanismo denominato *EU Pilot*, uno strumento di dialogo preliminare tra l'Esecutivo UE e gli Stati membri finalizzato a valutare la compatibilità di misure nazionali con il diritto dell'Unione, prima dell'eventuale apertura formale di una procedura d'infrazione. In risposta a tale richiesta, l'Italia ha inviato una comunicazione ufficiale l'11 giugno 2025, fornendo un quadro dettagliato del funzionamento del proprio meccanismo di controllo. Nella risposta, il MEF ha illustrato le finalità del decreto, sottolineando il bilanciamento tra l'esigenza di proteggere gli interessi strategici nazionali e il rispetto degli obblighi derivanti dal diritto dell'Unione. Per una disamina più

In assenza di una risposta giudicata soddisfacente, la Commissione ha preannunciato la possibilità di ordinare il ritiro immediato di alcune delle condizioni imposte. La reazione del Governo italiano si è incentrata sulla riaffermazione del carattere essenziale delle misure adottate per la sicurezza nazionale, sostenendo la piena legittimità dell'intervento alla luce del quadro europeo vigente.

Nelle more di tale contenzioso, l'operazione è stata ritirata da UniCredit, con effetti sistemici che hanno superato i confini del singolo *deal*. L'abbandono dell'offerta ha alimentato un senso di incertezza regolatoria e ha posto in discussione la prevedibilità del quadro giuridico applicabile alle operazioni straordinarie, sia transfrontaliere sia domestiche, nel settore bancario. La vicenda ha quindi contribuito a sollevare interrogativi più ampi circa la compatibilità tra esercizio della sovranità economica e adesione piena al modello europeo di integrazione dei mercati finanziari, riaprendo il dibattito sull'equilibrio tra i principi di libero mercato e i margini di intervento statale nel contesto di un capitalismo sempre più ibrido, segnato da crisi ricorrenti e da un progressivo ritorno delle logiche di sicurezza economica.

5. Il contesto giuridico europeo tra incompiutezze strutturali e frammentazione normativa.

L'attuale intensificarsi delle operazioni di acquisizione e fusione nel settore bancario italiano non può essere interpretato solo come espressione di dinamiche ordinarie di mercato. non può essere compreso esclusivamente come espressione di dinamiche ordinarie di mercato. Al contrario, esso appare sintomatico delle difficoltà strutturali che il sistema-Paese continua a incontrare nel tentativo di posizionarsi in modo competitivo all'interno dello spazio finanziario europeo. In tal senso, queste operazioni assumono un significato che va ben oltre la mera

approfondita si vedano L. PICOTTI, *Torna il faro dell'UE sui poteri speciali: libertà dei Trattati, l'ombra della golden share e nuovi paradigmi*, in *Osservatorio Golden Power*, 1 luglio 2025; L. SCIPIONE, *Il golden power tra interessi nazionali e vincoli europei*, cit., p. 4 ss.

riorganizzazione societaria, riflettendo una più ampia strategia di adattamento a un contesto economico e regolatorio sempre più complesso e integrato.

Lungi dal configurarsi come mere forme di “chiusura corporativa” o di difesa protezionistica, tali manovre possono e devono essere interpretate come tentativi di rafforzare la struttura finanziaria nazionale, rendendola sufficientemente solida, integrata e funzionale al sostegno delle filiere industriali strategiche. L’obiettivo sotteso è quello di promuovere una forma di sovranità economica compatibile con le regole del mercato unico europeo, ma capace al contempo di preservare margini di autonomia decisionale e capacità di intervento su snodi critici dello sviluppo industriale.

Siffatto disegno implica una convergenza tra interessi statali, logiche di mercato e strategie bancarie, richiamando, almeno in parte, i modelli di capitalismo coordinato, dove la cooperazione tra finanza e industria è mediata anche da istituzioni pubbliche e da norme giuridiche strutturali.

Pur formalmente iscritte in un contesto domestico, le vicende sopra richiamate portano alla luce le tensioni irrisolte tra le esigenze di rafforzamento del sistema bancario nazionale – attraverso la creazione di un “polo nazionale” – e le rigidità dell’attuale impianto regolatorio europeo, che privilegia un approccio prudenziale uniforme, ma spesso poco sensibile alle specificità strategiche e strutturali dei singoli contesti nazionali.

Questa lettura acquisisce particolare rilievo se collocata nel quadro delle trasformazioni più ampie che stanno investendo il modello di capitalismo europeo, il quale, pur nel rispetto delle regole della concorrenza e del mercato unico, sta gradualmente riscoprendo il valore strategico del coordinamento tra finanza e industria. Il legame strutturale tra sistema bancario e settore produttivo, già caratteristico delle economie continentali – in particolare di quelle a capitalismo coordinato – tende oggi a riformularsi secondo logiche nuove, orientate alla promozione di “*campioni continentali*”.

La Banca Centrale Europea tende, infatti, a scoraggiare la creazione di conglomerati finanziari troppo esposti a logiche politico-industriali locali, in favore di istituzioni bancarie “pure”, efficienti e trasparenti nella gestione del

rischio. Si tratta di soggetti dotati di una massa critica e di una proiezione internazionale tali da competere efficacemente in un contesto globale sempre più selettivo, in cui la scala, l'integrazione verticale e la capacità di attrarre capitali strategici rappresentano fattori determinanti.

Tuttavia, questi (possibili) sviluppi devono essere letti alla luce di un contesto europeo che, dal punto di vista dell'integrazione finanziaria e della disciplina bancaria, presenta ancora vistose asimmetrie e incompletezze. Nonostante il significativo progresso compiuto con l'istituzione dell'Unione bancaria – articolata nei suoi tre pilastri fondamentali: il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM) e il Fondo di garanzia dei depositi (ancora in fase di negoziazione) – il sistema resta segnato da una frammentazione regolatoria persistente e da una eterogeneità nei livelli di garanzia, protezione e sostegno pubblico.

Tali lacune strutturali compromettono l'efficacia della *Capital Markets Union*, rallentando la mobilità transfrontaliera del credito e delle risorse finanziarie, e accentuano la divergenza tra i sistemi bancari dei diversi Paesi membri¹³. Inoltre, il differente grado di esposizione al rischio sovrano e la variabilità dei regimi fiscali e normativi contribuiscono a mantenere segmentato il mercato europeo dei servizi

¹³ Sull'argomento, più diffusamente, cfr. M. TÜMMLER, *Completing Banking Union? The Role of National Deposit Guarantee Schemes in Shifting Member States Preferences on the European Deposit Insurance Scheme*, in *JCMS*, 24 January 2022, p. 5 ss.; C. BRESCIA MORRA, *The Third Pillar of the Banking Union and Its Troubled Implementation*, in M. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *The Palgrave Handbook of the European Banking Union Law*, New York, 2019, p. 394 ss.; P. ROSSI, *Profili critici di una Banking Union incompiuta*, in *Amministrazione in Cammino*, 19 dicembre 2019, p. 21 ss.; A. PIERINI, *Unione bancaria europea e mercato unico dei servizi finanziari. Dinamiche di integrazione e limiti del processo di federalizzazione delle funzioni in materia di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie*, in *Crisi e conflitti nell'Unione europea: una prospettiva costituzionale*, *Costituzionalismo.it*, 3, 2016, p. 398 ss.; P. BAUDINO, R. DEFINA, J.M. FERNANDEZ REAL, K. HAJARA, R. WALTERS, *Bank Failure Management – the Role of Insurance Deposit*, in *BIS-FSI Insight on Policy Implementation*, No. 17, August 2019, reperibile al link: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights17.htm>; E. JOKIVUOLLE, G. PENNACCHI, *Designing a Multinational Deposit Insurance System: Implications for the European Deposit Insurance Scheme*, ifo DICE Report, ifo Institute - Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, vol. 17(1), 2019, p. 21 ss.; D. GROS, *Completing the Banking Union: Deposit Insurance*, CEPS Policy Brief, n. 335, December 2015; D. SCHOENMAKER, G. WOLFF, *Options for European Deposit Insurance*, in *Vox.Ue.org*, October 2015, reperibile al link: www.voxeu.org/article/options-european-deposit-insurance; T.L. HOGAN, W.J. LUTHER, *The Explicit Costs of Government Deposit Insurance*, in *Cato Journal*, 34(1), 2014, p. 165 ss.; T.L. HOGAN, K. JHONSON, *Alternatives to the Deposit Insurance Corporation*, in *The Independent Review*, 20(3), 2016, p. 433 ss.

finanziari, condizionando le scelte strategiche degli operatori bancari, nonché le politiche pubbliche volte a rafforzare l'autonomia strategica europea.

Dati questi scenari, le recenti dinamiche di consolidamento bancario in Italia possono essere interpretate anche come reazione razionale e sistemica ad una architettura istituzionale incompiuta, nella quale l'assenza di un'effettiva mutualizzazione dei rischi e di una piena armonizzazione delle normative produce incentivi divergenti e spesso difensivi. La formazione di poli bancari di dimensioni maggiori e a controllo prevalentemente nazionale può allora rappresentare non tanto un ritorno al "nazionalismo economico", quanto una forma di adattamento strategico entro un contesto sovranazionale che non ha ancora completato la transizione da un'unione monetaria a una piena unione economica e finanziaria.

6. L'evoluzione del *golden power* tra estensione funzionale e ridefinizione dei paradigmi di sicurezza economica.

Negli ultimi anni, l'evoluzione del quadro regolatorio europeo in materia bancaria ha posto in rilievo il delicato equilibrio tra le esigenze di liberalizzazione dei mercati e la persistente necessità degli Stati membri di tutelare i propri interessi economici strategici.

In questo contesto, il *golden power* – ovvero l'insieme dei poteri speciali riconosciuti ai governi nazionali per intervenire in operazioni societarie che coinvolgano settori ritenuti essenziali per la sicurezza nazionale o per l'ordine pubblico – si è affermato come uno strumento chiave nella ridefinizione del ruolo dello Stato nell'economia, anche e soprattutto nel settore bancario e finanziario, tradizionalmente ritenuto "core" per la stabilità sistemica e la sovranità economica¹⁴.

¹⁴ Esercitata in larga parte da soggetti pubblici, l'attività bancaria è stata storicamente considerata una funzione essenziale per il buon funzionamento del sistema economico; tanto da essere definita nell'ordinamento italiano "funzione di interesse pubblico". In letteratura si rinvia a gli scritti DI M.S. GIANNINI, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1939; M. NIGRO, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969, p. 33 ss.; P. FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 1995, p. 11 e p. 16.

L'analisi dell'evoluzione della disciplina relativa a tali poteri, nel contesto del progressivo processo di privatizzazione e liberalizzazione dell'economia italiana, ha messo in luce un dato di fondo essenziale: la produzione normativa non rappresenta mai un atto neutro o meramente tecnico, ma si configura come fattore causale degli assetti istituzionali ed economici che essa contribuisce a modellare. Come è stato osservato da autorevole dottrina, non può esservi piena comprensione delle conseguenze giuridiche ed economiche di un determinato assetto normativo senza una consapevolezza del contesto storico-politico da cui esso promana. Le leggi, in altre parole, non solo regolano gli eventi: spesso li generano, li condizionano e li reinterpretano.

In questo senso, il processo di razionalizzazione dei poteri pubblici nel nuovo quadro dell'economia di mercato, segnato dalla progressiva apertura alla concorrenza e dalla cessione di *asset* strategici al settore privato, ha richiesto un'attenta cristallizzazione normativa delle prerogative sovrane dello Stato, finalizzata a preservare l'interesse nazionale in settori chiave, anche una volta venuto meno il controllo diretto sull'impresa. Tali prerogative, pur essendo rigidamente perimetrate dal diritto unionale, e in particolare dai principi di libera circolazione dei capitali e di proporzionalità, evocano in modo emblematico il ruolo di uno "Stato stratega", capace cioè di esercitare un'azione selettiva e mirata su dinamiche industriali complesse, a tutela della sicurezza economica e della sovranità tecnologica. Nella prospettiva indicata, l'introduzione del *golden power* rappresenta, dunque, il tentativo più organico e avanzato di conciliare l'apertura dei mercati con l'esigenza di un controllo pubblico residuale e razionalizzato.

Eventi esogeni di portata sistemica – quali la crisi pandemica da covid-19 e, in seguito, l'invasione russa dell'Ucraina – hanno reso manifeste le fragilità intrinseche delle economie europee, esponendole al rischio di acquisizioni predatorie su *asset* industriali strategici in temporanea crisi di liquidità o di reputazione. Tali crisi hanno agito da veri e propri catalizzatori di una ridefinizione delle priorità strategiche, imponendo una riconcettualizzazione dell'autonomia economica non più come mera autosufficienza, bensì come resilienza strutturale e capacità di controllo sulle infrastrutture critiche. Ne è derivato un riorientamento del *golden power* da strumento difensivo a leva proattiva di politica industriale, funzionale alla tutela dell'"autonomia strategica aperta" – concetto ormai centrale

nel lessico della Commissione europea – e coerente con un approccio alla sicurezza dell’approvvigionamento (*security of supply*) ispirato a una logica di gestione del rischio (*risk-based approach*), come codificato anche nel documento COM(2020) 494 final.

Il *golden power* si è così progressivamente smarcato dal suo modello originario, incentrato sullo *screening ex post* degli investimenti esteri diretti (IDE), per assumere una configurazione bifronte e multifunzionale¹⁵. Da un lato, conserva la sua natura di strumento di scrutinio preventivo nei confronti di operazioni che comportano l’ingresso di soggetti esterni all’Unione Europea nel capitale di imprese operanti in settori strategici, con soglie progressive di rilevanza (10%, 15%, 20% e oltre). Detta componente, di matrice classica, riflette una preoccupazione primaria legata al rischio di *foreign control* su *asset* considerati essenziali per la sicurezza nazionale. Dall’altro lato, tuttavia, il campo applicativo del *golden power* si è notevolmente esteso, includendo progressivamente anche operazioni *intra-UE*, operazioni endosocietarie, nonché ristrutturazioni e riorganizzazioni societarie all’interno di gruppi già sottoposti a controllo¹⁶.

Questo slittamento segnala un cambiamento paradigmatico di vasta portata: si è passati da una concezione difensiva e reattiva del controllo sugli investimenti – centrata sulla provenienza geografica del capitale – a una prospettiva più sofisticata, che si concentra sulla struttura del controllo societario, sulla qualità della *governance* e sull’effettiva possibilità per lo Stato di monitorare e indirizzare l’evoluzione strategica di imprese ritenute cruciali per l’interesse nazionale¹⁷. Tale

¹⁵ Cfr. G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto fra discipline nazionali in materia di ‘Foreign direct investment screening’ e diritto internazionale degli investimenti*, in *Dir. comm. inter.*, 3, 2020, p. 325 ss.; G. SCARCHILLO, A. IMPERIA, *Golden powers: una terza via per l’intervento pubblico in mercati internazionali strategici*, in *Dir. comm. int.*, 3, 2023, p. 591 ss.; R. GAROFOLI, *Golden Power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi.it*, 2019, p. 4 ss.; G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell’arena economica globale*, in *Riv. reg. merc.*, 1, 2019, p. 2 ss.; R. MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i golden powers rafforzati in tempo di pandemia*, in *Dirittobancario.it*, 7 luglio 2020, p. 1 ss.; J. SPORTELETTI, *Il golden power, tra compatibilità europea e prospettive di riforma*, in *Nomos*, 3, 2023, p. 17 ss.; S. SANTAMARIA, *Il controllo degli investimenti esteri diretti tra la protezione degli assets strategici e la tutela degli investitori. Questioni di compatibilità*, in *Federalismi.it*, 6, 2023, p. 196 ss.

¹⁶ In senso critico A. SANDULLI, *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al “golden power”*, in *Dir. pubbl.*, 1, 2020, p. 405 ss., sostiene che l’allargamento del perimetro di intervento possa essere idoneo a rappresentare un segno di debolezza del Paese.

¹⁷ In argomento cfr., gli altri, P. MACCARRONE, *Poteri speciali e settori strategici: brevi note sulle recenti novità normative*, in *Osservatorio AIC*, 2, 2020, p. 121 ss.; A. FERRARI ZUMBINI, *Principi dell’Unione*

mutamento rivela, in controluce, una profonda trasformazione del concetto stesso di sicurezza economica, ormai svincolata dalla sola logica territoriale e sempre più ancorata alla resilienza dei processi produttivi, alla protezione delle tecnologie sensibili e alla difesa dell'integrità decisionale delle imprese¹⁸.

La giustificazione economico-istituzionale di questo nuovo approccio risiede nella crescente convergenza tra *policy* industriale e politica della sicurezza, secondo un modello ibrido che sfuma i confini tradizionali tra competenze economiche e competenze strategiche. Se, in passato, l'intervento pubblico nell'economia doveva giustificarsi alla luce del principio di sussidiarietà e del rispetto del quadro normativo dell'Unione Europea, oggi il ricorso al *golden power* appare sempre più legittimato da una lettura evolutiva del principio di proporzionalità, capace di tenere conto della mutata configurazione dei rischi e della necessità di preservare un nucleo di sovranità economica funzionale alla coesione sociale e alla sicurezza collettiva¹⁹.

Sulla base di queste traiettorie evolutive, occorre prendere atto del fatto che il *golden power* non può più essere inteso come mera anomalia normativa o come eccezione temporanea al funzionamento dei mercati²⁰. Esso si configura ormai come strumento strutturale di regolazione strategica dell'economia, inserito all'interno di un contesto europeo che, pur fondato sul principio del mercato

Europea in materia di *golden power*. Opportunità e limiti, in G. DELLA CANANEA, L. FIORENTINO (a cura di), *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020, p. 21.

¹⁸ Su tali aspetti cfr. M. MANNA, *I Golden powers, dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Riv. dir. risp.*, 3, 2022, p. 4 ss.; A. LALLI, *Effetti istituzionali e strutturali dell'espansione dei golden powers*, in *Riv. dir. cost.*, 2022, p. 77 ss.; F. PRENESTINI, *Golden power: una tela di Penelope*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 667 ss.

¹⁹ Più diffusamente, cfr. G. TESAURO, *Concorrenza e Golden Power: confini e conflitti*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 534 ss.; S. BASTIANON, *Golden Power e diritto UE: tutela degli interessi nazionali e vincoli sovranazionali*, in *Riv. dir. pubbl. eur.*, 2023; P. PILUSO, *L'età (post-)globale, il nuovo "capitalismo politico" e la disciplina del golden power. Profili di dottrina dello Stato e di diritto costituzionale*, in *Federalismi.it*, 17, 2023, p. 232 ss. R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del golden power*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, p. 706 ss.; L. ARDIZZONE, M.L. VITALI, *I poteri speciali dello Stato nei settori di pubblica utilità*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 922 ss.; A. ARESU, *Dalla golden share al golden power: la dimensione strategica*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, cit., p. 63 ss.; M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo. Prime note sulle nuove forme di intervento diretto dello Stato nell'economia con finalità di politica industriale*, in *Dir. cost.*, 2021, p. 35 ss.; F. BIANCONI, *I golden powers nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contr. impr.*, 2022, p. 202 ss.

²⁰ In ordine a tali questioni cfr. B. ARGOLAS, *Il golden power tra Stato e mercato*, in *Giorn. dir. amm.*, 2022, p. 723 ss.; R. SPAGNUOLO VIGORITA, *Golden power: per un nuovo paradigma di intervento dello Stato nell'economia*, in *Riv. int. dir. amm. pubbl.*, 4, 2021, p. 112 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 151 ss.

interno e della libertà degli scambi, riconosce – come ribadito in numerose occasioni dalla Corte di Giustizia dell’Unione Europea – la possibilità per gli Stati membri di adottare misure restrittive per la tutela di interessi essenziali, purché queste siano proporzionate, trasparenti e non discriminatorie. La tensione tra apertura e protezione, tra libertà economica e sicurezza sistemica, rappresenta oggi una delle sfide centrali nella definizione del nuovo equilibrio tra Stato, mercato e ordinamento sovranazionale.

7. Il *golden power* come strumento di regolazione strategica nel settore bancario.

L’inclusione espressa del settore bancario e finanziario tra quelli di rilevanza strategica per i quali è previsto l’esercizio dei poteri speciali costituisce uno degli sviluppi più significativi del moderno diritto dell’economia pubblica. Tale previsione, lungi dall’essere una mera estensione tecnica dell’ambito oggettivo del *golden power*, riflette una precisa opzione politico-istituzionale: quella di considerare il sistema bancario non solo come infrastruttura critica in senso funzionale, ma come *asset* strategico ai fini della stabilità macroeconomica, della sicurezza nazionale e della resilienza sistemica. In tale prospettiva, il potere speciale assume una configurazione ibrida, collocandosi all’incrocio tra tutela dell’ordine pubblico economico e salvaguardia della sovranità finanziaria, in un contesto regolato da un ordinamento multilivello, articolato tra diritto interno e diritto dell’Unione²¹.

²¹ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in *Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investments Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2019, p. 105 ss.; R. LENER, *Golden power e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2020, p. 231 ss.; F. BASSAN, *Prime note prospettive sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, in *diritto bancario.it*, 20 aprile 2020; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell’economia*, ivi, p. 55 ss.; ID., *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, in *Dirittobancario.it*, 2020; S. ALBANO, *Poteri speciali e mercati finanziari. Il ritorno dello Stato nei mercati finanziari?*, in G. DELLA CANANEA, L. FIORENTINO (a cura di), *I “poteri speciali” del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2020, p. 205 ss.; D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell’Unione europea: il caso delle banche*, in *Riv. reg. merc.*, 1, 2021, p. 27 ss.; L. SCIPIONE, *Mutamenti*

Questa dinamica si inserisce in una più ampia evoluzione della *governance* economica, nella quale lo Stato non scompare ma assume nuove vesti: esso non agisce più come imprenditore diretto, ma come regolatore strategico, dotato di strumenti di intervento “discrezionali ma giustificati”²². In questa accezione il *golden power*, quindi, non contraddice la logica della liberalizzazione e della privatizzazione, ma ne costituisce una forma di bilanciamento e integrazione, funzionale a proteggere beni pubblici fondamentali, come la stabilità del sistema bancario e la fiducia nel mercato finanziario²³.

Tale passaggio testimonia il superamento dell’ideologia del “ritiro dello Stato” propria delle fasi più intense delle privatizzazioni, a favore di un modello di Stato regolatore attivo, capace di esercitare un potere di indirizzo mirato, flessibile e legittimato da esigenze superiori di interesse pubblico²⁴. Si tratta, in definitiva, di una forma sofisticata di sovranità economica nell’epoca della globalizzazione finanziaria, in cui la tutela della stabilità non è più un fatto meramente tecnico, ma un atto di governo nel senso più pieno del termine²⁵.

Tuttavia, l’avanzato stato di integrazione dell’ordinamento economico europeo, soprattutto nel comparto bancario, impone una lettura stratificata del potere statale, che deve necessariamente confrontarsi con i vincoli derivanti dal diritto dell’Unione e con le competenze concorrenti – e in parte sovraordinate – delle istituzioni europee.

Sotto il profilo della teoria della regolazione, si assiste alla convergenza tra due traiettorie apparentemente distinte: da un lato, il paradigma della regolazione

degli assetti proprietari in ambito bancario. Il difficile connubio tra disciplina di settore, normativa sull’Opa e Golden powers”, in *Banca, impr. soc.*, 2023, p. 71 ss.;

²² Cfr. R. MAGLIANO, *Il labile confine tra tutela degli interessi nazionali e “sviamento protezionistico”*, in *Riv. comm. int.*, 2, 2014, p. 319 ss.; A. PACCIONE, *Il Golden Power e il principio di legalità*, in *Giorn. dir. amm.*, 2022, p. 660 ss.

²³ Per tutti v. R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell’art. 47*, in *Banca, impr. soc.*, 2018, p. 395 ss.

²⁴ Si veda al riguardo R. MICCÙ, *Lo Stato regolatore e la nuova costituzione economica: paradigmi di fine secolo a confronto*, in P. CHIRULLI, R. MICCÙ (a cura di), *Il modello europeo di regolazione. Atti della giornata di studio in onore del prof. Salvatore Cattaneo*, Napoli, 2011, p. 139 ss.

²⁵ Cfr. S. CASSESE, *Dal mercato guidato al mercato regolato*, in *Bancaria*, 2, 1986, p. 5 ss.; G. NAPOLITANO, *Espansione o riduzione dello Stato? I poteri pubblici di fronte alla crisi*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, 2012, p. 471 ss.; M. CLARICH, *La “mano visibile” dello Stato nella crisi economica e finanziaria*, in *Riv. reg. merc.*, 2, 2015, p. 1 ss.; B. RUSSO, *La tutela dell’integrità dei mercati e ruolo proattivo dello Stato nell’evoluzione della disciplina golden power*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl al n. 1/2024, p. 64.

multilivello, che risponde all'esigenza di armonizzazione normativa in un contesto di interdipendenze finanziarie globali; dall'altro, la riaffermazione della sovranità statale economica come reazione alla vulnerabilità generata da tali interdipendenze.

In un palinsesto in cui la regolazione finanziaria è sempre più orientata alla prevenzione del rischio sistemico e alla gestione delle crisi attraverso strumenti pre-crisi (anziché *ex post*), il *golden power* si affianca agli strumenti di vigilanza prudenziale, alle misure macroprudenziali previste dalla normativa europea (come il CRR e la CRD), nonché ai meccanismi di risoluzione bancaria introdotti con la *Banking Recovery and Resolution Directive* (BRRD). Tuttavia, mentre questi ultimi agiscono principalmente attraverso criteri tecnici e automatismi normativi, il *golden power* mantiene un carattere politico-decisionale, che consente un margine di apprezzamento più ampio e flessibile da parte del governo.

8. Regolazione delle concentrazioni bancarie: quando lo Stato può (e deve) intervenire.

L'attivazione dei poteri speciali non è automatica né discrezionale in senso puro, ma costituisce l'esito di un'istruttoria tecnico-politica a carattere preventivo, che richiede un accertamento puntuale dell'esistenza di una minaccia concreta e sufficientemente grave alla sicurezza o all'ordine pubblico nazionale, oppure all'integrità del controllo su *asset* ritenuti strategici. In tale processo, l'autonomia dello Stato si esercita entro i vincoli derivanti dal diritto dell'Unione, in particolare quanto ai principi di proporzionalità, non discriminazione e trasparenza, e nel rispetto degli obblighi procedurali di notifica e motivazione imposti dalla disciplina europea sugli investimenti diretti esteri e dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea²⁶.

Ne discende che in un sistema in cui la nozione stessa di "interesse nazionale" è ormai mediata da logiche sovranazionali e da obblighi di cooperazione istituzionale, l'utilizzo del *golden power* non possa ridursi a strumento di

²⁶ V. CGUE, *Commissione c. Belgio*, C-503/99; *Commissione c. Italia*, C-174/04.

protezione statalista, ma debba essere calibrato rispetto a un sistema di obiettivi condivisi: la resilienza dell'infrastruttura finanziaria, la protezione dei risparmiatori e il consolidamento dell'Unione bancaria come garanzia di stabilità macroeconomica.

L'intersezione tra interesse privato, interesse pubblico nazionale e ordinamento sovranazionale configura uno scenario regolatorio complesso, in cui i margini di manovra dello Stato, pur costituzionalmente legittimati, devono essere esercitati in coerenza con i principi dell'Unione Europea e con le finalità strutturali dell'Unione Bancaria²⁷.

Operazioni di consolidamento come quelle di MPS su Mediobanca e di Unicredit su Banco BPM, impongono un'analisi che trascenda la semplice valutazione strategica o patrimoniale delle parti coinvolte. Questi processi richiedono, infatti, una lettura multidimensionale, capace di equilibrare esigenze nazionali di tutela con gli imperativi comunitari di apertura, contendibilità e integrazione.

Il primo imprescindibile aspetto di valutazione riguarda la compatibilità con il quadro normativo dell'Unione Europea. In base ai Trattati, infatti, restrizioni alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione dei capitali sono ammesse esclusivamente in presenza di motivazioni imperative di interesse generale, purché queste siano debitamente circostanziate, proporzionate e non discriminatorie. Si tratta di una clausola di salvaguardia che impone agli Stati membri un elevato onere giustificativo, tanto più stringente in settori economicamente integrati e regolati, come quello bancario e finanziario.

In secondo luogo, rileva la stabilità finanziaria, intesa quale bene pubblico globale e sistemico, che giustifica il potere delle autorità di settore di intervenire *ex ante* per prevenire il rischio che operazioni straordinarie – come fusioni, acquisizioni o ingressi qualificati nel capitale di istituti bancari – compromettano l'equilibrio del sistema. L'assetto istituzionale vigente attribuisce alla Banca Centrale Europea, nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico, il potere autorizzativo in relazione alle acquisizioni di partecipazioni qualificate nelle banche significative. Tale potere, disciplinato a livello nazionale dall'art. 19 del Testo Unico Bancario (d.lgs.

²⁷ A. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Padova, 2016, p. 10 s.

n. 385/1993), si configura non come una mera formalità procedurale, bensì come una valutazione prudenziale approfondita, fondata sul principio della sana e prudente gestione²⁸. L'obiettivo della vigilanza non è quello di favorire l'efficienza allocativa di breve periodo o di promuovere la libera circolazione dei capitali in sé, bensì di garantire la sostenibilità industriale dell'operazione, la solidità patrimoniale del soggetto acquirente, la compatibilità dell'assetto post-fusione con il funzionamento ordinato del sistema bancario e la qualità del nuovo assetto di *governance*²⁹. In questo ambito, i parametri di vigilanza prudenziale sanciti dal plesso normativo CRR-CRDIV, dalle linee guida EBA in materia di *governance* e gestione del rischio, nonché dagli esiti dei c.d. *stress test* condotti a livello europeo, assumono un ruolo centrale nel validare la fattibilità industriale e la solidità prospettica della nuova configurazione societaria.

Questo quadro disciplinare trova la propria ragione d'essere alla luce della natura peculiare dell'attività bancaria che, come riconosciuto dalla dottrina economico-giuridica, non può essere assimilata alle ordinarie attività d'impresa. La banca svolge una funzione essenziale di allocazione del credito, mediazione finanziaria e trasmissione della politica monetaria, con effetti sistemici che vanno ben oltre i confini della libera iniziativa economica. Come sottolineato in autorevoli contributi teorici, la stabilità del sistema bancario costituisce una *precondizione strutturale* per il corretto funzionamento del mercato interno e per la tenuta della fiducia pubblica nel sistema finanziario³⁰.

Al tempo stesso, però, il carattere altamente interconnesso del settore bancario comporta che modifiche significative nell'assetto di controllo degli intermediari possano produrre effetti moltiplicativi sull'intero ecosistema finanziario, incidendo sulla raccolta del risparmio e sulla capacità allocativa del credito. Lo “*Stato*

²⁸ Cfr. V. SANTORO, *La partecipazione qualificata nelle banche. Profili di competenza autorizzativa e di conseguente competenza giurisdizionale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, p. 393 ss.; ID., *Acquisto di partecipazioni qualificate nel capitale delle banche: questioni di giurisdizione*, ivi, 2022, p. 200 ss.; S. ANTONIAZZI, *Il controllo amministrativo e giurisdizionale sulle decisioni delle autorità europee di regolazione e di vigilanza bancaria*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 194 ss.; V. DE GIORGIO, C. DI MARZIO, *La revisione del quadro normativo in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari vigilati. Alcune riflessioni*, in *Banca impr. soc.*, 2023, p. 388 ss.

²⁹ F. ANNUNZIATA, *Chi ha paura della Banca centrale europea? Riflessioni a margine del caso Landeskreditbank c. BCE*, in *Giur. comm.*, I, 2017, p. 917 ss.

³⁰ F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari delle banche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2022, p. 468 s.

regolatore”, rispetto a tali profili, può operare come garante dell’equilibrio tra libertà economica e interesse pubblico, ma deve farlo secondo modalità trasparenti, prevedibili e compatibili con l’impianto sovranazionale. Da ciò discende una funzione preventiva, di tipo autorizzatorio, che lo Stato potrebbe essere legittimato ad esercitare secondo una logica complementare sebbene distinta dalla valutazione prudenziale condotta dalla BCE. La legittimità di tale intervento si fonda su una concezione funzionale del potere pubblico, in cui la regolazione si configura non come mera limitazione dell’autonomia privata, bensì come forma di *governance*, volta a garantire che le scelte economiche dei singoli si sviluppino entro un quadro di compatibilità sistemica, coerenza istituzionale e sostenibilità di lungo periodo.

A seguire e in via ancillare, va considerato l’impatto di tali operazioni con riferimento alla struttura della concorrenza, alla distribuzione geografica e settoriale del credito, alla tutela del pluralismo bancario e all’effettiva accessibilità ai servizi finanziari da parte di famiglie e imprese. Il Regolamento (CE) n. 139/2004 sulle concentrazioni impone alle autorità *antitrust* – l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) a livello nazionale, e la Direzione Generale Concorrenza (DG COMP) della Commissione europea per le operazioni di rilievo comunitario – di valutare se l’operazione possa determinare una restrizione significativa della libera competizione in uno o più mercati rilevanti. In tale ambito, viene privilegiato un approccio analitico fondato sulla contendibilità del mercato, sulla protezione dei consumatori e sulla prevenzione degli effetti distorsivi derivanti da eccessiva concentrazione. La coesistenza di due matrici regolatorie – prudenziale e concorrenziale – genera una dialettica complessa, che riflette una differenza di obiettivi, di tempi decisionali e di criteri valutativi. La vigilanza bancaria tende ad adottare un approccio preventivo e sistemico, ispirato a un orizzonte temporale lungo e alla logica della stabilità; l’*antitrust*, al contrario, si concentra sull’efficienza allocativa e sulla concorrenza effettiva nel breve e medio periodo. Tale differenziazione, in assenza di adeguati strumenti di coordinamento interistituzionale, può dar luogo a sovrapposizioni, contraddizioni regolatorie e incertezze per gli operatori.

Anche qui, tuttavia, il *golden power* può essere chiamato in causa per rispondere all’obiettivo di tutelare l’autonomia strategica nazionale nel settore bancario, specie in un contesto di crescente interdipendenza globale e di competizione tra

modelli economico-istituzionali. In tali casi, la tutela dell'interesse pubblico assume la forma di una salvaguardia dell'ordine finanziario su scala non solo nazionale, ma europea, in coerenza con l'impianto istituzionale dell'Unione Bancaria e con la qualificazione della stabilità finanziaria come *public good* di rango sovranazionale. Rispetto anche a quanto previsto dal quadro europeo per il controllo degli investimenti esteri diretti (*FDI Screening Regulation*), l'ingresso di soggetti esterni, in particolare se provenienti da Paesi *extra-UE* non vincolati da *standard* normativi equivalenti o caratterizzati da assetti proprietari opachi e forme di commistione tra capitale pubblico e impresa privata, può compromettere la neutralità allocativa del credito e determinare un'influenza indebita sulle priorità strategiche dell'economia reale (infrastrutture, innovazione, transizione verde). In tal senso, la protezione dell'autonomia bancaria diventa uno strumento di difesa dell'autonomia economica complessiva, nella prospettiva delineata a livello europeo dall'orizzonte della "open strategic autonomy".

Infine, la valutazione deve tener conto della coerenza con gli obiettivi di politica industriale europea, i quali puntano a costruire un sistema finanziario integrato, resiliente e orientato a sostenere la transizione digitale ed ecologica, l'innovazione e lo sviluppo di un'unica *Capital Markets Union*. In quest'ottica, le concentrazioni bancarie non sono in sé osteggiate, ma anzi possono costituire strumenti di rafforzamento della competitività europea, purché non alterino gli equilibri sistemici né compromettano la trasparenza del mercato.

Se queste, dunque, sono le principali direttrici per valutare la bontà, in termini economici, e la legittimità, in termini giuridici, di ciascuna operazione, la semplice rilevanza strategica della stessa non è condizione sufficiente per legittimare un intervento condizionante e restrittivo dello Stato. Piuttosto, come si è appena illustrato, la decisione in merito all'utilizzo o meno dei poteri speciali deve scaturire da una valutazione tecnico-economica approfondita, ancorata a evidenze quantitative e non a considerazioni meramente politiche o identitarie.

9. Possibili interferenze tra disciplina delle OPA e *golden power*.

Il rapporto tra la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e l'esercizio dei poteri speciali dello Stato costituisce un nodo problematico di crescente rilevanza nel diritto societario e finanziario contemporaneo. Si tratta di due ambiti normativi fondati su razionalità profondamente differenti, che tuttavia possono trovarsi a interagire o persino a entrare in tensione in occasione di operazioni di acquisizione di controllo aventi ad oggetto società quotate operanti in settori strategici. La sovrapposizione tra i due regimi – quello concorrenziale-privatistico delle OPA e quello pubblicistico del *golden power* – genera un vero e proprio “terreno di scontro” istituzionale e giuridico, in cui si confrontano valori, obiettivi e modelli di regolazione in parte eterogenei, seppur formalmente coesistenti.

La disciplina delle OPA, di derivazione europea (Direttiva 2004/25/CE) e armonizzata a livello nazionale (artt. 102 ss. del d.lgs. n. 58/1998), si fonda sul principio della contendibilità delle imprese quotate, garantendo agli investitori la possibilità di acquisire il controllo societario secondo procedure trasparenti, non discriminatorie e rispettose dei diritti degli azionisti. Tale disciplina è finalizzata a preservare l'integrità e l'efficienza del mercato del controllo societario, a tutela non solo dei singoli investitori, ma anche della struttura competitiva complessiva del mercato finanziario. Le OPA costituiscono, in tal senso, uno strumento centrale del diritto delle società per assicurare mobilità del capitale, rinnovamento della *governance* e *accountability* degli amministratori.

Il *golden power*, viceversa, appartiene all'area del diritto pubblico economico e risponde a finalità radicalmente diverse: esso consente allo Stato di intervenire, anche in forma impeditiva o condizionante, per tutelare interessi strategici connessi alla sicurezza nazionale, alla difesa, all'ordine pubblico e alla salvaguardia di infrastrutture critiche o settori essenziali dell'economia. La sua *ratio* non è di ordine concorrenziale, bensì sistemico-istituzionale: si tratta di un potere eccezionale e residuale, il cui esercizio è legittimo solo in presenza di minacce concrete e attuali per l'interesse pubblico, e che deve sempre conformarsi ai principi di proporzionalità, trasparenza e non discriminazione imposti dal diritto dell'Unione Europea.

Il punto di frizione tra i due regimi emerge con particolare forza quando una OPA riguarda una società quotata rientrante nel perimetro di applicazione del *golden*

power. In simili circostanze, l'acquirente può trovarsi a fronteggiare una duplice valutazione: da un lato, quella di natura privatistica e regolatoria da parte delle autorità di mercato (*in primis*, la Consob); dall'altro, quella politica-istituzionale della Presidenza del Consiglio dei Ministri, competente ad attivare i poteri speciali. La coesistenza di questi due livelli decisionali, per quanto giuridicamente giustificabile in ragione della diversità di obiettivi perseguiti, può tradursi in una forma di disallineamento normativo e procedurale che accresce l'incertezza per gli operatori e l'imprevedibilità dell'esito dell'operazione³¹.

Tale asimmetria si riflette direttamente sulla libertà economica degli azionisti, i quali potrebbero vedersi limitati nel diritto di disporre delle proprie partecipazioni qualora l'intervento pubblico ostacolasse l'efficacia dell'offerta. Si produce così un effetto distorsivo sul valore di mercato del titolo, minando la fiducia degli investitori e potenzialmente alterando le dinamiche concorrenziali del *market for corporate control*. L'impatto negativo non è solamente economico, ma anche sistemico: la possibilità di un intervento discrezionale dello Stato, soprattutto in contesti altamente politicizzati, rischia di introdurre un *regulatory risk* difficilmente calcolabile, che può scoraggiare l'attivismo di mercato e ridurre l'attrattività complessiva del sistema finanziario nazionale.

L'interazione tra questi due regimi, se non correttamente gestita, rischia di produrre effetti di frammentazione normativa e di instabilità istituzionale, compromettendo il principio di certezza del diritto e l'affidabilità del quadro giuridico nazionale. Per questo motivo, è essenziale che ogni eventuale intervento pubblico sia sorretto da una motivazione puntuale, coerente con le finalità dichiarate e rigorosamente scrutinabile sotto il profilo giuridico. Solo in tal modo è possibile mantenere un equilibrio dinamico tra i diversi interessi in gioco e

³¹ Sugli aspetti procedurali v. L. PICOTTI, *Offerte pubbliche d'acquisto e Golden Power: tempi, meccanismi, prassi*, in *Osservatorio Golden Power*, 3 gennaio 2025. La dottrina, tuttavia, si è concentrata, in special modo, sui rapporti tra *golden power* e meccanismi anti-scalata previsti dal diritto italiano, con particolare riguardo alle tecniche difensive anti-opa e alla maggiorazione del voto. Si vedano, a tal riguardo, F. PRENESTINI, *Golden power e meccanismi societari di difesa dall'acquisto del controllo*, in *Federalismi.it*, 33, 2022, p. 66 ss.; ID., *Golden power, acquisto del controllo e profili di diritto societario*, in *Nuovo dir. soc. (II)*, 2022, p. 2315 ss.; G. SERAFIN, *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Riv. Orizz. dir. comm.*, 2021, p. 1007 ss.

garantire la coerenza del sistema con i principi fondamentali dell'ordinamento europeo.

10. Modelli applicativi e approcci regolatori adottati nelle Opa bancarie.

L'accostamento dei tre casi illumina tre modelli applicativi. In particolare, nelle scalate di MPS su Mediobanca e di Mediobanca su Generali emerge una logica di controllo a posteriori dell'idoneità lesiva, con deferenza per le scelte di mercato e attenzione a non trasformare il *golden power* in una licenza generale di amministrazione del settore; in quella di UniCredit su Banco BPM si assiste, invece, a un uso "programmatico" della clausola di sicurezza per indirizzare l'assetto concorrenziale, ostacolando le opzioni di *M&A* ritenute non coerenti con l'indirizzo governativo. Proprio su questo scarto insistono le critiche del giudice amministrativo e della Commissione: le condizioni che obbligano un operatore a scelte strategiche ultra-settoriali (come l'uscita da un Paese terzo con una *timeline* predeterminata) rischiano di oltrepassare lo scopo tipico di prevenzione del rischio per *asset* strategici, degradando in un controllo industriale generalizzato, vietato dal diritto dell'Unione se non sorretto da un pericolo concreto e attuale per la sicurezza o l'ordine pubblico.

La comparazione interna suggerisce poi un ulteriore profilo sensibile: quando lo Stato è azionista – come in MPS – la neutralità regolatoria va presidiata con motivazioni particolarmente stringenti, perché la sovrapposizione di interessi proprietari e poteri pubblici espone a un rischio di "selezione avversa" degli *standard* applicativi. Il diverso trattamento di MPS-Mediobanca e UniCredit-BPM, a parità di cornice normativa, è spiegabile solo se si dimostra che le situazioni presentavano differenti e specifici vettori di rischio per la sicurezza economica; altrimenti, l'oscillazione diventa indice di un uso non sufficientemente prevedibile del potere, con conseguenze sulla certezza del diritto e sul costo del capitale nelle operazioni di concentrazione. Le dichiarazioni pubbliche hanno, peraltro, tentato di razionalizzare tale differenza, richiamando elementi come l'assenza di esposizione russa nel caso MPS e la diversa struttura degli impieghi

domestici, argomenti che, tuttavia, non esauriscono il vaglio di stretta necessità richiesto dal diritto UE.

Alla luce di questi snodi, si impone una ricostruzione dogmatica più fine del *test* di proporzionalità in materia di *golden power* bancario. La prima dimensione è quella della idoneità: la misura deve essere intrinsecamente collegata alla riduzione di un rischio specifico per *asset* o funzioni critiche (pagamenti, infrastrutture IT, continuità di servizio a clientela sistemica). La seconda è della necessità: occorre dimostrare che non esistano alternative meno restrittive – condizioni circoscritte, impegni comportamentali temporalmente limitati, *ring-fencing* operativo – per conseguire lo stesso obiettivo. La terza è dell’equilibrio: il sacrificio imposto alla libertà di stabilimento e alla circolazione dei capitali non deve eccedere i benefici attesi in termini di sicurezza. L’argomentazione del TAR, nel caso UniCredit-BPM, ha proprio scandito questi passaggi, confermando dove il collegamento causale fosse robusto e recidendo, invece, i nessi più deboli o meramente assertivi.

In una prospettiva di sistema, questa sorta di “banco-test” evidenzia che l’intervento pubblico è credibile solo se resta eccezionale, predicibile e strettamente *evidence-based*. La Commissione, con i rilievi di luglio 2025, ha ricordato che le misure di *golden power* non possono perseguire eterogenei obiettivi industriali o di pianificazione del settore, pena la loro riconduzione a restrizioni dissimulate alla libertà dei capitali. L’Unione dei mercati dei capitali richiede, al contrario, un terreno di gioco regolatorio omogeneo, nel quale il presidio degli interessi essenziali non si traduca in una extraterritorialità selettiva delle preferenze nazionali³².

L’insieme dei casi offre, infine, un’indicazione di *policy*: è opportuno codificare, anche a livello *sub-primario*, criteri e parametri applicativi del *golden power* bancario che rendano trasparente il passaggio dall’anamnesi del rischio alla terapia regolatoria. Una griglia *ex ante* di indicatori – esposizioni verso giurisdizioni ad alto rischio sanzionatorio, concentrazione su infrastrutture critiche, dipendenze IT, impatti su funzioni essenziali – permetterebbe di differenziare il non esercizio “puro”, le condizioni mirate e il veto, riducendo lo spazio di oscillazione

³² M. RAMAJOLI, *Attività regolatoria e norme attributive dei poteri: alcune considerazioni*, in *Riv. regol. merc.*, 1, 2022, p. 25 ss.

discrezionale e le frizioni con l'ordinamento UE. La giurisprudenza amministrativa italiana e il dialogo in corso con la Commissione costituiscono un'occasione per evolvere verso un modello di "sovranità economica costituzionalizzata", capace di difendere l'interesse nazionale senza rinunciare alla prevedibilità necessaria alla formazione di un mercato bancario europeo integrato.

11. Lo Stato arbitro e giocatore: conflitti istituzionali nell'uso del *golden power*.

Il contrasto tra uso passivo (MPS e Mediobanca, Mediobanca e Generali) e uso attivo (UniCredit e Banco BPM) del *golden power* evidenzia la flessibilità – ma anche i limiti – dell'intervento statale nel sistema finanziario. Il governo è stato tacciato dalla Commissione Ue di ricorrere ad un interventismo selettivo, oscillando tra non-intervento e imposizione di vincoli pesanti, potenzialmente) in contrasto con i principi di libertà di stabilimento e libera circolazione dei capitali sanciti dagli articoli 49 e 63 del TFUE³³. L'interpretazione del *golden power* non può, del resto, prescindere dai principi espressi dalla Corte di Giustizia che, a partire dalla nota sentenza *Commissione c. Belgio* (C-503/99), afferma che qualsiasi misura nazionale che limiti la libertà di stabilimento o di circolazione dei capitali deve essere giustificata da motivi imperativi di interesse generale, proporzionata e fondata su un rischio concreto e attuale alla sicurezza pubblica, non su valutazioni astratte o preventive³⁴. Pertanto, come già ampiamente sottolineato, l'intervento statale non può fondarsi su mere valutazioni di opportunità economica o politica.

La decisione di non attivare il *golden power*, pur formalmente legittima, solleva interrogativi sulla coerenza strategica della politica industriale nazionale altrettanto profondi quanto quelli che si sono formulati quando il ricorso ai poteri

³³ Nella richiesta di chiarimenti della Commissione Ue del 26 maggio 2025, viene rilevato che, rispetto all'intervento del governo italiano nell'OPS UniCredit-Banco Bpm, per analoghe operazioni di concentrazione bancaria non è stato attivato il *golden power*, citando l'offerta di MPS su Mediobanca; inoltre, si ricorda che, pur essendoci già stati casi in cui governi nazionali hanno esercitato il *golden power* in occasione di operazioni bancarie, ciò non è mai stato fatto sulla base di un potenziale pregiudizio per la sicurezza nazionale.

³⁴ Cfr. C. SAN MAURO, *Se il golden power viola lo spirito dei Trattati europei*, in *MilanoFinanza.it*, 29 luglio 2025; A. BAGLIONI, *Il governo entra a gamba tesa nella partita tra banche*, in *lavoce.info*, 25 luglio 2025; ID., *Risiko bancario, tra Stato e mercato*, ivi, 19 dicembre 2024; S. CINGOLANI, *Quand'è che il golden power diventa un abuso? Il dossier di Assonime*, in *Il Foglio*, 22 maggio 2025.

speciali è parso oltremodo pervasivo. In un contesto in cui lo Stato è ancora azionista di riferimento di uno dei soggetti coinvolti nel riassetto bancario, la sua scelta di ritirarsi dalla scena regolatoria appare tanto più paradossale quanto più l'operazione è destinata a ridefinire gli equilibri del sistema finanziario italiano. Resta dunque aperta la questione di fondo: lo Stato è un garante dell'interesse pubblico o un azionista passivo che si rifugia dietro l'apparente neutralità del mercato?

Da un lato, infatti, il governo afferma, in linea con i propositi formulati a livello sovranazionale, di voler promuovere la concentrazione bancaria e la competitività degli operatori italiani a livello europeo. Dall'altro, rinuncia a incidere su alcune delle operazioni più rilevanti. Da qui, lo spazio che si lascia all'interpretazione secondo cui nelle vicende *de quibus* l'interesse nazionale possa essere rappresentato – o addirittura determinato – da logiche private, senza che intervenga una supervisione coerente e misurata da parte del potere pubblico; ovvero all'altra interpretazione secondo cui l'apparente neutralità dello Stato rischia di tradursi – cosa ancora più grave – in una forma di deresponsabilizzazione apparente, in realtà strategicamente finalizzata al rafforzamento della propria influenza nel settore creditizio³⁵.

Tale dicotomia diventa ancor più evidente quando: i) l'esito dell'operazione influenza direttamente il valore delle partecipazioni pubbliche; ii) il governo ha facoltà discrezionale di attivare (o non attivare) il *golden power*; iii) l'operazione coinvolge soggetti (esteri o interni) con profili di rischio sistemico elevato.

In tali circostanze, il cuore del problema risiede nella tensione strutturale tra interesse pubblico e interesse patrimoniale. Per un verso, lo Stato è chiamato a garantire la stabilità del sistema finanziario, l'equità delle operazioni di mercato e

³⁵ A. ILACQUA, *L'ascesa dei golden powers. Dallo Stato imprenditore alla Stato protettore*, in *Dir. econ. (II)*, 1, 2023, p. 429 ss. In merito a tale questione cfr., anche, le posizioni di S. CASSESE, *La golden power economy: ritorno allo Stato interventista?*, in *Il Sole 24 Ore*, 2023; F. VELLA, *Golden power e politica industriale: un'ibridazione imperfetta*, in *lavoce.info*, 2022; F. MARCONI, *L'intervento pubblico nell'economia e il mutevole ruolo dello Stato: il nuovo golden power tra competizione geopolitica e valutazioni economico-strategiche*, in *Federalismi.it*, 20, 2021, p. 39 ss. Come denunciato da S. CINGOLANI, *Golden power, ma non è tutto oro*, in *Il Foglio*, 20 novembre 2023, il *golden power* “sta diventando il bronzeo potere del neo statalismo introdotto per tutelare i settori strategici dell'economia, questa facoltà d'intervento del governo nella vita delle imprese è stata estesa a macchia d'olio, con il rischio che diventi un'arma protezionistica più insidiosa persino di dazi e tariffe”.

la tutela degli interessi nazionali. Per altro verso, nella sua veste di azionista è (legittimamente) orientato alla valorizzazione della partecipazione pubblica, alla minimizzazione della spesa statale e alla razionalizzazione degli interventi.

L'impiego selettivo del *golden power* si configura come sintomo di una politicizzazione crescente dei processi economici, laddove lo Stato agisce non come arbitro imparziale, bensì come attore ideologicamente connotato. La commistione tra funzione regolatoria e posizione proprietaria – fenomeno che genera una sovrapposizione strutturale tra i piani della *policy* e quelli della *property* – introduce il rischio di distorsioni profonde, in aperto contrasto con i principi di neutralità, imparzialità e buona amministrazione propri del diritto pubblico economico interno e europeo.

Come sottolineato dalla dottrina amministrativa, l'effettività dell'intervento pubblico in economia presuppone una chiara separazione funzionale tra il ruolo di regolatore e quello di operatore economico³⁶. Quando tale distinzione viene meno, lo Stato non agisce più come “terzo” *super partes*, ma veste i panni di un soggetto istituzionalmente partecipe e, quindi, potenzialmente incline a decisioni orientate a tutelare interessi particolari – anche se pubblici – a scapito dell'equilibrio complessivo del sistema.

A tal riguardo, le teorie della *public choice* e della *regulatory capture*³⁷ offrono chiavi di lettura oltremodo illuminanti: secondo tali approcci, l'intervento pubblico non è necessariamente espressione dell'interesse generale, ma può essere condizionato da pressioni esercitate da gruppi organizzati, inclusi apparati amministrativi interni, o da un'élite politica desiderosa di preservare consenso attraverso il

³⁶ In tal senso v. M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995, p. 171 ss.; S. CASSESE, *La nuova Costituzione economica*, Bari-Roma, 2012; ID., *La crisi dello Stato*, Bari-Roma, 2002. Sulla questione dell'equilibrio tra poteri, in particolare in tempi di crisi, si veda M. MACCHIA, *Amministrare la democrazia. Parlamento ed equilibrio di poteri ai tempi della crisi*, Napoli, 2021, p. 185 ss.

³⁷ La letteratura giuridica e economica mette in guardia dal rischio che tale concentrazione di poteri sfoci in una forma di “regolazione catturata” (*captive regulation*), nella quale l'ente regolatore – o, più esattamente, il decisore politico – viene influenzato non solo dagli interessi dei soggetti vigilati, ma anche dalla propria posizione di operatore economico (*melius*, azionista). Per utili approfondimenti si rinvia ai contributi di M. DEWATRIPONT, J. TIROLE, *A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109(4), 1994, p. 1027 ss.; M. LEVINE, J.L. FORRENCE, *Regulatory Capture, Public Interest, and the Public Agenda: Toward a Synthesis*, in *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 6, 1990, p. 167 ss.

controllo degli snodi finanziari strategici³⁸. Si configura così una forma latente di fallimento istituzionale, in cui l'interesse collettivo è progressivamente subordinato a obiettivi particolari. Per inciso, in simili circostanze, l'uso del *golden power* è finalizzato non a contrastare minacce reali alla sicurezza nazionale o all'ordine pubblico, ma a preservare lo *status quo* o rallentare processi di consolidamento e razionalizzazione bancaria, anche quando questi ultimi risultano coerenti con gli obiettivi europei di integrazione e competitività.

Peraltro, un utilizzo eccessivamente politicizzato o identitario dei poteri speciali – sganciato da un'istruttoria basata su dati, indicatori di rischio e valutazioni comparate – rischia di sfociare in forme di opportunismo regolatorio, che compromettono l'affidabilità delle istituzioni e alimentano fenomeni di *regulatory chilling*. Decisioni percepite come arbitrarie, non motivate o suscettibili di strumentalizzazione politica minano la prevedibilità del contesto normativo, generano incertezza strategica per gli operatori e riducono l'incentivo all'efficienza allocativa³⁹. Ciò è particolarmente vero nel settore bancario, dove la fiducia costituisce una risorsa immateriale ma essenziale per il funzionamento dei mercati.

Fermo restando, ad ogni modo, che la discrezionalità amministrativa, per quanto riconosciuta nel quadro costituzionale e funzionale della Repubblica, deve ancorarsi a criteri oggettivi e documentabili, in linea con il principio di proporzionalità sostanziale e con l'idea di una pubblica amministrazione orientata alla ragionevolezza tecnica delle proprie decisioni⁴⁰.

³⁸ Siffatta politicizzazione può manifestarsi in diversi modi: attraverso il condizionamento delle politiche di investimento e dismissione da parte di orientamenti ideologici, pressioni partitiche, necessità elettorali o esigenze di consenso territoriale. In questi casi, la razionalità economica viene subordinata a logiche di opportunità politica, con effetti potenzialmente destabilizzanti per la credibilità del sistema istituzionale.

³⁹ In merito cfr. S. ANTONIAZZI, *La tutela del legittimo affidamento del privato nei confronti della pubblica amministrazione*, Torino, 2005; L. ALLA, *Il legittimo affidamento nel diritto europeo e nel diritto interno*, in *Amministrazione in Cammino*, 17 maggio 2012, p. 1 ss.; A. BROWN, *A Theory of Legitimate Expectations for Public Administration*, Oxford, 2017; P. CRAIG, *EU Administrative Law*, Oxford, 2018; G. DELLA CANANEA, *Golden power e garanzie*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, cit., p. 325, il quale analizza le dinamiche di accrescimento del potere esecutivo e la conseguente necessità di rinforzare il sistema di controlli sull'operato del Governo.

⁴⁰ Il Cons. Stato, sez. VI, sent. n. 6456/2021, ha ribadito che il *golden power* deve avere una base giuridica chiara e motivazioni specifiche legate all'interesse nazionale. In dottrina F. VELLA, *Golden power e concorrenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, evidenzia il rischio che lo Stato utilizzi tali poteri per fini non coerenti con l'originaria *ratio* protettiva.

Si assiste, in sostanza, ad un paradosso strutturale: lo Stato, pur intervenendo nominalmente per rafforzare la stabilità del sistema bancario, rischia di divenire esso stesso fattore di blocco e di instabilità. Mascherata sotto le vesti della tutela dell'interesse nazionale, la resistenza implicita al cambiamento o la volontà politica di "pilotare" l'esito di quelle che dovrebbero essere contese decise dalle libere forze del mercato, frena la pressione concorrenziale, ostacola l'innovazione e impedisce all'industria creditizia italiana di allinearsi ai *benchmark* europei e internazionali in termini di solidità, digitalizzazione e apertura al mercato dei capitali.

12. Proposte per una riforma istituzionale del *golden power* in ambito bancario.

La duplicazione dei ruoli – in cui lo Stato è al contempo arbitro e giocatore – è ulteriormente problematizzata dalla struttura multilivello dell'architettura istituzionale europea, che prevede una rigida distinzione tra le competenze nazionali e quelle sovranazionali, specie in materia di vigilanza bancaria, risoluzione delle crisi e disciplina delle concentrazioni. Dato un simile assetto, la legittimità delle decisioni pubbliche dipende dalla loro trasparenza, imparzialità e coerenza con l'interesse generale, e non dalla coincidenza con gli obiettivi patrimoniali dello Stato-azionista. Interventi nazionali – anche legittimi in linea teorica – che interferiscono con le dinamiche di mercato, come in presenza di Opa, o con le competenze delle numerose autorità europee (BCE, DG COMP, SRB) possono dar luogo a frizioni regolatorie, indebolendo il coordinamento tra istituzioni e la coerenza del quadro normativo complessivo⁴¹.

Pertanto, alla luce delle tensioni strutturali tra la funzione regolatoria e la partecipazione diretta dello Stato nel capitale bancario, l'adozione di soluzioni istituzionali e procedurali consentirebbe di mitigare i conflitti di interesse,

⁴¹ Più in generale, su tali aspetti, cfr. M. CARPAGNANO, *Il rapporto tra la disciplina golden power e le altre discipline di settore*, in R. CHIEPPA, C.D. PIRO, R. TUCCILLO (a cura di), *Golden power*, Piacenza, 2023, p. 178 ss. ; R. ANGELINI, *I rapporti tra le istituzioni nell'esercizio dei poteri speciali*, in *I "poteri speciali" del Governo nei settori strategici*, cit., p. 271 ss.

rafforzare la prevedibilità dell'azione pubblica e garantire la coerenza con i principi dell'economia di mercato, della stabilità sistemica e della concorrenza effettiva.

Le proposte che seguono si ispirano a *best practices* consolidate a livello internazionale e si collocano all'interno di una riflessione più ampia sulla riforma della *governance* pubblica in ambito economico-finanziario.

12.1. Separazione funzionale tra regolazione e proprietà pubblica.

La misura più urgente, sul piano strutturale, consiste nell'implementazione di una separazione netta tra il ruolo di azionista e quello di regolatore. Tale separazione – già teorizzata nella letteratura classica di finanza pubblica – mira a evitare la commistione tra logiche patrimoniali e obiettivi di interesse collettivo, che rischia di generare decisioni ibride e disfunzionali⁴².

Una riforma che contribuirebbe non solo a ridurre il rischio di *conflict of interest*, ma anche ad accrescere la neutralità dell'azione statale, consiste nella costruzione di *firewalls* istituzionali tra MEF, autorità di vigilanza e Presidenza del Consiglio o, in alternativa, nell'istituzione di entità indipendenti, con poteri consultivi o vincolanti, ovvero ancora nella creazione di fondi sovrani per la gestione delle partecipazioni statali⁴³. In tale direzione, si potrebbe sin'anche ipotizzare – con sorprendente riproposizione di modelli del passato – la costituzione di una *holding* pubblica nazionale con missione esclusivamente gestionale, separata dai processi decisionali del governo e sottoposta a vincoli di *accountability* pubblica.

In questo modo, l'intervento statale risulterebbe più oggettivo e imparziale, limitando il rischio di influenze politiche nelle operazioni di riassetto del capitalismo finanziario e consolidando la fiducia degli operatori rispetto all'attrattività del sistema-Paese.

⁴² R.A. MUSGRAVE, P.B. MUSGRAVE, *Public Finance in Theory and Practice*, Düsseldorf, 1989.

⁴³ Modelli come il *Norwegian Government Pension Fund* o la *Temasek Holdings* di Singapore dimostrano l'efficacia di una *governance* indipendente, capace di conciliare l'efficienza allocativa con la tutela dell'interesse pubblico.

12.2. Maggiore trasparenza e *accountability* nell'esercizio del *golden power*.

Un secondo pilastro riformatore riguarda l'introduzione di *standard* procedurali più stringenti per l'attivazione del *golden power*. Nonostante l'ancoraggio costituzionale dell'intervento pubblico (artt. 41, comma 3, e 43 Cost.) e il riconoscimento a livello sovranazionale della possibilità di deroghe alle libertà fondamentali per finalità imperative di interesse generale (art. 65 TFUE), l'effettività del *golden power* resta subordinata alla sua attuazione in forme coerenti con i canoni della trasparenza, della proporzionalità e della ragionevolezza. In assenza di un impianto procedurale robusto, lo strumento rischia di deviare verso una forma di "*protezionismo selettivo*", privo di basi giuridiche solide e suscettibile di compromettere il rispetto della concorrenza, della libertà di stabilimento e dell'uniformità del mercato interno.

La prevedibilità dell'intervento dipende dalla cristallizzazione di criteri *ex ante* e da un circuito di *accountability* che includa motivazioni rafforzate, trasparenza degli indicatori di rischio e sindacato giurisdizionale effettivo. A tale scopo, si propone di introdurre l'obbligo di motivazione articolata, fondata su analisi di impatto economico-sistemico e sulla valutazione comparativa delle alternative di *policy*. Tali valutazioni dovrebbero essere pubblicate e sottoposte a verifica *ex post*, secondo un modello di *policy evaluation* ispirato alla logica dell'*evidence-based policymaking*.

Di fianco, l'introduzione di meccanismi di controllo indipendenti, come comitati parlamentari, organi tecnici interistituzionali o *audit* esterni, garantirebbe un presidio democratico e tecnico sulla coerenza delle decisioni assunte, contribuendo a limitare derive protezionistiche mascherate da esigenze di sicurezza nazionale.

12.3. Integrazione multilivello e coinvolgimento di autorità indipendenti.

Infine, in una prospettiva di *governance* multilivello, appare essenziale il coinvolgimento sistematico delle autorità tecniche indipendenti e delle istituzioni sovranazionali nei procedimenti di attivazione del *golden power*, soprattutto in contesti – come per l'appunto quello bancario – ad alto impatto sistemico o con rilevanti implicazioni transfrontaliere. Tale coordinamento potrebbe essere rafforzato attraverso l'introduzione di pareri vincolanti o obblighi di notifica *ex ante* tra autorità e istituzioni di governo, contribuendo a rendere l'utilizzo del *golden power* più prevedibile, coerente e depurato da finalità extracriteriali. In tal senso, la teoria della regolazione multilivello fornisce un quadro concettuale utile per comprendere come l'interazione tra livelli istituzionali possa migliorare la qualità delle politiche pubbliche, riducendo il rischio di degenerazioni nazionalistiche o discrezionali⁴⁴.

È auspicabile, per giunta, che le istituzioni coinvolte non si limitino a esercitare funzioni notarili o meramente procedurali, ma contribuiscano in modo sostanziale alla definizione degli *standard* normativi e strategici per ciascun settore. Solo un coordinamento di tal specie, ispirato a logiche di cooperazione regolatoria e responsabilità condivisa, può evitare che operazioni di rilevanza sistemica siano determinate da equilibri contingenti o logiche di potere opache, anziché da criteri di efficienza, solidità e competitività di lungo periodo.

13. Considerazioni finali.

Le dinamiche innescate dal *risiko bancario*, pur riconducibili alla fisiologia dei meccanismi di mercato e alla dialettica tra gruppi industriali in competizione, si collocano entro un perimetro normativo fortemente presidiato da esigenze di stabilità finanziaria, salvaguardia concorrenziale e protezione di *asset* strategici. In tale contesto, la vera sfida normativa e istituzionale non consiste nella mera autorizzazione o interdizione delle operazioni, bensì nella capacità di coniugare in modo coerente ed efficace l'efficienza allocativa dei mercati, la sorveglianza prudenziale e la legittimità democratica dell'intervento pubblico, senza

⁴⁴ In tal senso v. G. MAJONE, *From the Positive to the Regulatory State: Causes and Consequences of Changes in the Mode of Governance*, in *Journal of Public Policy*, vol. 17(2), 1997, p. 139 s.

compromettere i principi fondamentali dello *Spazio giuridico europeo*, quali certezza del diritto, prevedibilità normativa e libertà economiche.

In linea teorica, l'applicazione del *golden power* al settore bancario configura un paradigma di intervento statale che va ben oltre la logica emergenziale o la tutela del solo interesse nazionale. Si tratta di uno strumento strategico, coerente con l'evoluzione del diritto economico europeo, volto a garantire la coesistenza di un mercato finanziario aperto e competitivo con la protezione delle infrastrutture critiche e dei processi decisionali essenziali per la tenuta dell'ordinamento democratico.

Tuttavia, sul piano fattuale, le tre vicende che si sono prese a riferimento dimostrano che il *golden power* può coesistere con un'economia bancaria contendibile e integrata solo se esercitato come *extrema ratio*, su basi evidenziali solide e con un controllo giurisdizionale effettivo.

Di contro, la configurazione dello Stato come attore multi-ruolo pone in evidenza le fragilità sistemiche di una *governance* pubblica ancora fortemente accentrata e non adeguatamente disarticolata, in grado di legittimare forme selettive di interventismo.

È, d'altronde, nella triangolazione tra funzione regolatoria, funzione gestionale e ruolo politico che si generano le tensioni più rilevanti per la tenuta dell'architettura europea e per la credibilità della stessa disciplina dei poteri speciali.

Non è un caso, del resto, che tali criticità si manifestino in forma acuta nei settori regolati e ad alta densità strategica, come per l'appunto quello bancario, in cui le istanze di stabilità macro-finanziaria e di protezione del risparmio convivono – e talvolta collidono – con dinamiche di valorizzazione patrimoniale e razionalizzazione industriale. Il rischio, in assenza di meccanismi di separazione funzionale, è quello di cedere ad una *disfunzione sistemica*, nella quale lo Stato finisca per agire al contempo come regolatore e come operatore patrimoniale, generando

decisioni ibride, potenzialmente eterodirette e in contrasto con il principio di neutralità dell'azione pubblica⁴⁵.

Affinché l'intervento statale non si traduca in una forma latente di protezionismo o in uno squilibrio competitivo incompatibile con l'ordinamento dell'Unione, si impone con urgenza una riforma della *governance* economica pubblica, finalizzata a: 1) chiarire i confini dell'intervento pubblico; 2) evitare forme di *government failure* simmetriche a quelle del mercato; 3) ripristinare condizioni di neutralità e imparzialità nel processo decisionale⁴⁶.

Rispetto agli scenari attuali e futuri, la sfida è quella di costruire un quadro integrato che consenta il coordinamento tra le prerogative nazionali e le competenze europee, evitando sovrapposizioni e disallineamenti che potrebbero generare incertezza giuridica e inefficienze regolatorie.

In definitiva, la questione non è solo giuridica, ma eminentemente politica: riguarda la ridefinizione della sovranità nell'epoca della *governance* condivisa e la possibilità per l'ordinamento nazionale di agire strategicamente in un ecosistema giuridico plurale e complesso.

⁴⁵ Cfr. S. CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco delle regole*, in *Mer. conc. reg.*, 2, 2002, p. 265 ss.; A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000, p. 61 ss. e p. 273 ss.

⁴⁶ Si vedano, in proposito, il documento programmatico DELL'OSSERVATORIO GOLDEN POWER, *Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, Trento, 2025, reperibile su: www.osservatoriogoldenpower.eu e quello precedente di ASSONIME, *Proposte per una semplificazione del quadro regolamentare e applicativo in materia di golden power*, Position paper, giugno 2024, reperibile su: www.assonime.it.

Arbitro Assicurativo prossimo all'avvio.

Di Chiara Reali*

The present contribution analyzes the establishment of the Insurance Arbitrator (Arbitro Assicurativo, AAS), an out-of-court dispute resolution mechanism for disputes arising from insurance contracts. After exploring the regulatory steps that led to the adoption of the Decree No. 215 of 6 November 2024 (implementing Article 187.1, comma 2 of the Private Insurance Code), the paper expands on the novel features introduced by the AAS compared to ADR schemes already operating in the banking sector (the Banking and Financial Ombudsman - Arbitro Bancario Finanziario, ABF) and in the financial sector (the Securities and Financial Ombudsman - Arbitro per le Controversie Finanziarie, ACF).

Il presente contributo analizza l'istituzione dell'Arbitro Assicurativo (AAS), un sistema di risoluzione stragiudiziale di tipo aggiudicativo per le controversie derivanti dai contratti di assicurazione. Dopo aver riepilogato i lavori relativi alla disciplina attuativa dell'art. 187.1, secondo comma del Codice delle assicurazioni private, che si sono conclusi con l'adozione del decreto n. 215 del 6 novembre 2024, l'articolo esplora i principali elementi di novità introdotti dall'AAS rispetto ai sistemi ADR già operativi per i settori bancario (Arbitro Bancario Finanziario - ABF) e finanziario (Arbitro per le Controversie Finanziarie - ACF).

**Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituto di appartenenza*

SOMMARIO: 1. Quadro normativo di riferimento. – 2. La disciplina secondaria. – 3. Ultimi aggiornamenti.

1. Quadro normativo di riferimento.

La materia dei contratti assicurativi soggiace, fin dalla prima versione del d.lgs. n. 28/2010, alla condizione di procedibilità della domanda giudiziale; così pure le controversie in tema di risarcimento del danno da responsabilità medica, cui il c.d. decreto del fare¹ ha aggiunto anche la responsabilità sanitaria. Le liti in materia di risarcimento del danno da circolazione di veicoli e natanti, invece, sono state inizialmente annoverate nell'ambito di applicazione della condizione di procedibilità, per poi esserne escluse dal richiamato decreto del fare, in ragione degli *“impulsi alla composizione stragiudiziale di cui agli articoli 148 e 149 del codice delle assicurazioni private”* (d.lgs. n. 209/2005), dello scarso successo, in concreto, della mediazione, nonché della considerazione che *“si tratta di fattispecie rispetto ai [ndr rectius alle] quali non può svolgersi la relevantissima funzione di ricostruzione del rapporto tra le parti”*². Per tale ultima materia, peraltro, a poco più di un anno di distanza dalla reintroduzione della mediazione obbligatoria (ad opera del già citato decreto del fare) il legislatore imponeva l'utilizzo di un altro strumento di risoluzione alternativa delle controversie, configurato anch'esso come condizione di procedibilità della domanda giudiziale: la negoziazione assistita³. Si tratta, come per la mediazione, di un istituto di tipo conciliativo; tuttavia, a differenza della mediazione non prevede l'intervento di un terzo, bensì il tentativo di composizione amichevole della controversia è condotto dagli avvocati delle parti, cooperando *“in buona fede e con lealtà”* (cfr. art. 2, comma 1 del D.L. n. 132/2014)⁴.

¹ D.L. n. 69/2013, recante *“Disposizioni urgenti per il rilancio dell'economia”*, convertito con modificazioni dalla legge n. 98/2013.

² Così la relazione illustrativa del disegno di legge di conversione del decreto del fare.

³ Cfr. art. 3, comma 2 del D.L. n. 132/2014. L'obiettivo anche in questo caso era di abbattere l'arretrato giudiziario, come risultava già dal titolo – *“Misure urgenti di degiurisdizionalizzazione ed altri interventi per la definizione dell'arretrato in materia di processo civile”* – del provvedimento legislativo, convertito con legge n. 162/2014.

⁴ Sulla differenza tra mediazione e negoziazione assistita si veda la sentenza della Corte costituzionale n. 97/2019, che, dopo aver sottolineato che *“[e]ntrambi gli istituti processuali posti a raffronto sono diretti a favorire la composizione della lite in via stragiudiziale e sono riconducibili alle «misure di ADR (Alternative Dispute Resolution)» (sentenza n. 77 del 2018). Entrambi, inoltre, costituiscono condizioni di procedibilità della domanda giudiziale, il cui difetto ha peraltro conseguenze analoghe, con finalità deflattiva”*, ha poi rilevato che, *“[a] fronte di tali profili di omogeneità, è tuttavia ravvisabile nella mediazione un fondamentale elemento specializzante [...] Più precisamente, il procedimento di mediazione è connotato dal ruolo centrale svolto da un soggetto, il mediatore, terzo e imparziale, là dove la stessa neutralità non è ravvisabile nella figura dell'avvocato che assiste le parti nella procedura di negoziazione assistita. Il mediatore, infatti, ai sensi dell'art. 14 del d.lgs. n. 28 del 2010, da*

Peraltro, la complessità del mercato assicurativo, dovuta all'apertura alla concorrenza, allo sviluppo di prodotti articolati e anche misti, all'utilizzo della contrattazione di massa, cui si contrappone l'esigenza di tutela dei contraenti deboli, rendeva imprescindibile l'istituzione anche in questo settore, come in quelli bancario e finanziario, di un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie di tipo aggiudicativo come l'ABF e l'ACF⁵. Oltre alle caratteristiche comuni dei

un lato, non può «assumere diritti od obblighi connessi [...] con gli affari trattati [...]» né percepire compensi direttamente dalle parti (comma 1); dall'altro, è obbligato a sottoscrivere, per ciascuna controversia affidatagli, un'apposita «dichiarazione di imparzialità» e a informare l'organismo di mediazione e le parti delle eventuali ragioni che possano minare la sua neutralità (comma 2, lettere a e b). Tale neutralità, oltre ad essere sancita anche dall'art. 3, comma 2, del d.lgs. n. 28 del 2010, è peraltro altresì precisata dalla disciplina posta dall'art. 14-bis del decreto del Ministro della giustizia 18 ottobre 2010, n. 180 (Regolamento recante la determinazione dei criteri e delle modalità di iscrizione e tenuta del registro degli organismi di mediazione e dell'elenco dei formatori per la mediazione, nonché l'approvazione delle indennità spettanti agli organismi, ai sensi dell'articolo 16 del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28), adottato, ai sensi dell'art. 16, comma 2, del medesimo d.lgs., di concerto con il Ministro per lo sviluppo economico, che regola le cause di incompatibilità e le ipotesi di conflitti di interesse in capo al mediatore. Mentre, dunque, nella mediazione il compito – fondamentale al fine del suo esito positivo – di assistenza alle parti nella individuazione degli interessi in conflitto e nella ricerca di un punto d'incontro è svolto da un terzo indipendente e imparziale, nella negoziazione l'analogo ruolo è svolto dai loro stessi difensori: è conseguentemente palese come, pur versandosi in entrambi i casi in ipotesi di condizioni di procedibilità con finalità deflattive, gli istituti processuali in esame siano caratterizzati da una evidente disomogeneità».

⁵ Si veda in questo senso G.L. Carriero, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Questione Giustizia* n. 3/2017, ove si osserva che, “*al pari (e forse più) di quelli considerati [ndr ABF e ACF, quest'ultimo in fase di costituzione all'epoca dello scritto], è caratterizzato da una elevata soglia di small claims e afflitto da cronici ritardi della giustizia ordinaria con riguardo a una congerie di controversie (si pensi solo a quelle relative alla responsabilità civile automobilistica) che considerevolmente incidono sul numero dei processi pendenti (e relativi arretrati), non dispone (eccezion fatta per le conciliazioni paritetiche) neanche di forme autopoietiche di risoluzione delle controversie similari a quelle prima riferibili all'ombudsman bancario. I reclami che l'art. 7 del cod. ass. devolve all'Ivass sono tutt'affatto diversi da quelli che precedono la pronuncia dell'Arbitro bancario tanto negli scopi (che riguardano i controlli di legittimità) che nei risultati (che non ristorano il proponente, ma solo, per il tramite delle sanzioni amministrative pecuniarie, l'erario dello Stato). È una lacuna grave alla quale il mercato non è stato fin qui in grado di porre rimedio e che impone, per molteplici ragioni (comparative, di tutela asimmetrica rispetto a prodotti talora unitari, di disfunzioni della giustizia togata) di provvedere con urgenza*”.

Si segnalano altresì A.A. Dolmetta e U. Malvagna, i quali non solo hanno evidenziato l'assenza di procedure alternative di risoluzione delle controversie nel “*settore delle assicurazioni ramo vita, rispetto agli altri due [ndr settori bancario e finanziario] storicamente più indietro (e per tale ragione, ma non per altre, potendo darsi anzi per «naturale» una simile assenza)*”, ma – all'indomani della messa in consultazione della proposta di regolamento dell'ACF – hanno anche espresso perplessità in merito alla frammentazione degli strumenti ADR. È stato precisamente rilevato che “[p]osto un simile contesto di segmenti normativi, immediata si pone – prima di ogni altra – una domanda che investe la base della scelta compiuta da legislatore e Autorità: che pone una questione proprio di vertice, dunque. Quella adottata è la linea migliore in termini di principio? O sarebbe (stato) forse partito adeguato ... procedere invece alla costruzione di un'unitaria struttura ADR per le materie tutte inerenti al comparto finanziario? Ragionando sul filo dell'ofelimità astratta, pare a noi che in proposito non si possano nutrire incertezze: la seconda alternativa è senz'altro superiore all'opzione che si è praticata in concreto. In realtà, l'evoluzione normativa degli ADR finanziari, cui stiamo assistendo, viene solo a enfatizzare insoddisfazioni e perplessità per la frammentazione normativa del fenomeno «finanziario», in relazione ai suoi stessi termini di impostazione generale (a partire dalla presenza di distinti corpi normativi, in giù), che già da tempo parte della letteratura va segnalando. [...] A parte ciò, se si guardano le cose con un poco di prospettiva nel futuro subito si apre pure il nodo problematico dato dal settore delle assicurazioni ramo vita. Che ragionevolmente prima o poi richiederà – e in maniera del tutto legittima – un sistema di risoluzione stragiudiziale delle proprie controversie. Si potrebbe così arrivare al paradosso – uno spettro? – di tre distinte formule di ADR.

tre settori regolamentati, emergevano altresì l'omogeneità delle relative discipline, nonché la permeabilità dei mercati bancario, finanziario e assicurativo sia dal punto di vista degli operatori, sia con riferimento ai prodotti e servizi⁶.

In questo contesto, l'impulso decisivo è arrivato dal legislatore europeo che, con la Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (c.d. IDD), ha prescritto agli Stati membri l'istituzione, *“in conformità dei pertinenti atti legislativi dell'Unione e del diritto nazionale, [di] procedure di reclamo e di risoluzione stragiudiziale delle controversie adeguate, efficaci, imparziali e indipendenti, per la risoluzione delle controversie insorte fra i clienti e i distributori di prodotti assicurativi aventi come oggetto i diritti e gli obblighi derivanti dalla presente direttiva, avvalendosi eventualmente di organi già esistenti”*⁷.

La legge di delegazione europea 2016-2017, che ha recepito la predetta norma della IDD, ha ampliato l'ambito di applicazione del sistema ADR, delegando il Governo a introdurre procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie

Del resto, nemmeno l'alternativa concretamente proponibile – allargare la struttura ADR dell'ABF alla componente assicurativa, in ragione dell'attuale dipendenza organizzativa dell'Ivass dalla Banca d'Italia – appare più consolante. Ché una simile soluzione porta naturaliter alla (progressiva) marginalizzazione dell'ADR Consob: cosa, com'è evidente, per nulla auspicabile nell'ottica della buona funzionalità di quest'ultima struttura” (Sul nuovo «ADR CONSOB», in *Banca Borsa e Titoli di Credito* n. 3/2016).

⁶ Si rinvia in proposito a P. Bartolomucci, *L'art. 187 ter c.ass. e l'istituzione di un organismo di risoluzione alternativa delle controversie assicurative*, in *Le nuove leggi civili commentate* n. 2/2021, ove si rileva altresì che per il mercato assicurativo, *“come dimostra anche l'esperienza maturata nel settore bancario e in quello dell'intermediazione finanziaria (seppur con le dovute differenze strutturali), l'approccio più adeguato è quello che regola il mercato come un'erma bifronte, i cui volti sono rappresentati – non già in termini di contrapposizione, ma di reciproco condizionamento – dalla concorrenza (e quindi dalla stabilità delle imprese e del complessivo mercato di riferimento) e dalla tutela dei contraenti deboli. [...] L'esperienza maturata nei decenni trascorsi, anche in settori diversi, ha mostrato chiaramente che le norme sulla concorrenza e i sistemi di tutela tradizionali, ancorché in grado di perseguire un maggior grado di efficienza economica e un minor prezzo di prodotti e servizi, non riescono ad assicurare contratti e rapporti negoziali migliori. Ecco, dunque, che si coglie anche nel settore assicurativo il segno di una tendenza ormai sempre più diffusa, nella quale – per l'appunto – si integrano norme di concorrenza e norme di protezione, quasi a formare un nuovo statuto del mercato”*.

⁷ Art. 15 della direttiva, che ha altresì previsto la collaborazione tra gli Stati membri per la gestione delle controversie transfrontaliere.

In proposito, nel considerando (38) della IDD si sottolineava che *“[a]ppaiono necessarie adeguate ed efficaci procedure di reclamo e ricorso stragiudiziale negli Stati membri per la risoluzione delle controversie tra distributori di prodotti assicurativi e clienti, utilizzando, se del caso, le procedure già esistenti. È opportuno che siano disponibili dette procedure per gestire le controversie inerenti ai diritti e agli obblighi stabiliti ai sensi della presente direttiva. Tali procedure di reclamo e ricorso stragiudiziale dovrebbero cercare di realizzare una composizione più rapida e meno costosa delle controversie tra distributori di prodotti assicurativi e clienti”*.

Secondo P. Bartolomucci, *“[n]on è un caso, dunque, che sia proprio il legislatore europeo a suggerire il diffuso ricorso a strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie specie nei mercati regolamentati, collocandoli in una prospettiva di più ampio respiro rispetto a quella in cui il legislatore domestico – mosso dall'ansia di deflazionare i carichi pendenti presso le aule giudiziarie – li ha spesso relegati negli ultimi decenni, alimentando diffusi pregiudizi culturali e improbabili criteri di misurazione comparativa, sotto il profilo economico e temporale, con il processo civile”* (L'art. 187 ter c.ass. e l'istituzione di un organismo di risoluzione alternativa delle controversie assicurative, cit.).

“anche fra i clienti e le imprese di assicurazione e riassicurazione, aventi ad oggetto i diritti e gli obblighi derivanti dalla direttiva (UE) 2016/97 e dalle altre disposizioni applicabili ai soggetti vigilati”⁸.

Il d.lgs. n. 68/2018 (cfr. art. 1 comma 34) ha così inserito, nel Titolo XIII – relativo alla trasparenza delle operazioni e alla protezione dell’assicurato – del Codice delle assicurazioni private⁹, un nuovo Capo II-*bis*, composto di una sola disposizione: l’art. 187-*ter*, che ha previsto, ferma l’applicazione dell’art. 32-*ter* del TUF (istitutiva dell’ACF), l’adesione da parte dei “*soggetti di cui all’articolo 6, commi 1, lettere a) e d) nonché [de]gli intermediari assicurativi a titolo accessorio ... ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela relative alle prestazioni e ai servizi assicurativi derivanti da tutti i contratti di assicurazione, senza alcuna esclusione*”.

La norma primaria ha quindi delegato alla disciplina secondaria, da emanarsi con decreto del Ministro dello sviluppo economico (ora Ministro delle imprese e del Made in Italy), di concerto con il Ministro della giustizia e su proposta dell’IVASS, la fissazione dei criteri di svolgimento della procedura, comunque tali da “*assicurare la rapidità, l’economicità e l’effettività della tutela*” (come previsto dall’art. 128-*bis* del TUB, norma istitutiva dell’ADR in ambito bancario), di quelli di composizione dell’organo decidente, anche qui – similmente all’ABF e all’ACF – “*in modo che risulti assicurata l’imparzialità dello stesso e la rappresentatività dei soggetti interessati*”, nonché della “*natura delle controversie, relative alle prestazioni e ai servizi assicurativi derivanti da un contratto di assicurazione, trattate dai sistemi di cui al presente articolo*”.

Contestualmente, il d.lgs. n. 68/2018, da un lato, ha previsto che il ricorso al costituendo ADR assicurativo sia equiparato, come già il ricorso all’ABF e all’ACF, al tentativo di mediazione ai fini della condizione di procedibilità della domanda giudiziale di cui all’art. 5, comma 1-*bis* del d.lgs. n. 28/2010¹⁰; dall’altro, ha aggiunto un riferimento a tale nuovo sistema nell’art. 141, comma 7 del Codice del

⁸ Cfr. art. 5, comma 1, lett. n) della L. n. 163/2017, che ha indicato, quali criteri direttivi per l’esercizio della delega, il rispetto dei principi e dei requisiti previsti dal Codice di consumo per i sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra professionisti e consumatori, di quelli previsti per gli organismi già operanti in ambito bancario e finanziario, nonché dalla direttiva ADR (invero recepita con la già richiamata novella al Codice del consumo).

⁹ D.lgs. n. 209/2005.

¹⁰ La norma è stata successivamente modificata dal d.lgs. n. 149/2022 (c.d. riforma Cartabia); a seguito di tale novella si veda sul punto l’art. 5, comma 3, del d.lgs. n. 28/2010.

consumo, a proposito delle procedure svolte negli ambiti di competenza delle Autorità di settore, che sono considerati ADR di consumo “*ai sensi del presente Codice, se rispettano i principi, le procedure e i requisiti delle disposizioni di cui al presente titolo*”.

Il successivo decreto correttivo e integrativo del d.lgs. n. 68/2018 (d.lgs. n. 187/2020), ha fatto confluire le previsioni dell'art. 187-*ter* nell'art. 187.1, rimasta unica norma del Capo II-*bis* del Titolo XIII del Codice delle assicurazioni private¹¹, modificando il terzo comma, che, oltre a far salvo “*il ricorso ad ogni altro strumento di tutela previsto dall'ordinamento*”, stabilisce ora altresì che il ricorso all'ADR assicurativo “*è alternativo all'esperimento delle procedure di mediazione e di negoziazione assistita previste, rispettivamente, dal decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, e dal decreto-legge 12 settembre 2010, n.132*” (convertito, con L. n.162/2014).

2. La disciplina secondaria.

I lavori relativi alla disciplina attuativa dell'art. 187.1, secondo comma del Codice delle assicurazioni private si sono conclusi dopo più di sei anni dalla relativa introduzione¹², con l'emanazione in data 6 novembre 2024 del decreto n. 215

¹¹ I richiami a tale disposizione contenuti nel Codice delle assicurazioni private non sono tuttavia stati aggiornati alla nuova numerazione dell'articolo.

¹² Le ragioni di questa tempistica traspaiono dall'intervento del Segretario Generale dell'IVASS, S. De Polis, *L'Arbitro delle Controversie Assicurative*, al seminario *Bancassicurazione: discipline e tutele*, organizzato dal Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università degli Studi di Salerno il 13 aprile 2021: infatti, si fa ivi riferimento alle “*possibili leve per scongiurare che l'Arbitro sia investito da una quantità di ricorsi che non riuscirebbe a gestire*”.

Da un successivo intervento – *L'Arbitro Assicurativo* – dello stesso De Polis al Convegno *Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?*, tenutosi a Roma in data 24 ottobre 2022, risulta invece che l'IVASS già nell'agosto 2019 aveva presentato una proposta di regolamento, che, “*dopo una prima interlocuzione tra i due Dicasteri [ndr dello sviluppo economico e della giustizia], è stata sottoposta nella primavera del 2021 a una consultazione informale e ristretta degli stakeholder da parte del MISE. Il testo, rivisto alla luce dei commenti ricevuti, è stato trasmesso nell'agosto scorso al Ministero della Giustizia per la concertazione finale, rilasciata agli inizi dell'attuale mese di ottobre e propedeutica al passaggio al Consiglio di Stato per il relativo parere*”.

Si vedano infine le *Considerazioni del Presidente* dell'IVASS L.F. Signorini sull'attività svolta dall'Istituto nel 2022: “[a] differenza dei due arbitri già esistenti [ndr ABF e ACF], e anche di quello in via di istituzione nel comparto della previdenza complementare, per l'Arbitro assicurativo la legge ha previsto un iter di attuazione molto articolato in termini di soggetti coinvolti (Ministero delle imprese, Ministero della Giustizia, Consiglio di Stato) e di passaggi propedeutici (concerto, parere). Nelle intenzioni del legislatore vi era certamente la volontà di presidiare nel modo migliore possibile una materia che presenta indubbe complessità e peculiarità settoriali. Il fatto è, però, che, dopo numerosi cicli di interazione, sono già passati cinque anni dall'approvazione della legge senza che la sua attuazione si sia ancora compiuta. È tempo che l'Arbitro cominci a funzionare; contiamo sulla determinazione del Governo in merito. Non si può puntare a uno strumento perfetto fin dall'inizio, anche perché non si possono prevedere in anticipo tutte le condizioni che si realizzeranno: in particolare il carico dei casi da esaminare, che potrà anche essere molto elevato e richiedere aggiustamenti in corso d'opera, come è avvenuto per l'Arbitro bancario finanziario

(adottato dal Ministro delle imprese e del made in Italy di concerto con il Ministro della giustizia), contenente il “*Regolamento concernente la determinazione dei criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela relative alle prestazioni e ai servizi assicurativi derivanti dai contratti di assicurazione, nonché dei criteri di composizione dell'organo decidente e della natura delle controversie*”¹³.

Si completa così “*la triade dei sistemi stragiudiziali di tipo decisorio istituiti presso le Autorità di vigilanza per la soluzione delle controversie in materia di contratti bancari, finanziari ed assicurativi con lo scopo non soltanto di migliorare l'accesso alla giustizia da parte della clientela (e, soprattutto, dei consumatori), ma altresì con una funzione «quasi regolatoria»*”¹⁴.

Il decreto ministeriale ha denominato il sistema Arbitro Assicurativo (AAS), definendone la struttura e il funzionamento sull'archetipo dell'ABF (con qualche previsione invero mutuata dall'ACF); ha poi rimesso all'IVASS l'adozione delle disposizioni tecniche e attuative di dettaglio, entro quattro mesi dall'entrata in vigore del regolamento, nonché la dichiarazione dell'avvio dell'operatività dell'ADR non oltre il termine di cinque mesi dall'emanazione delle proprie

costituito presso la Banca d'Italia. Correzioni o miglioramenti delle regole si potranno introdurre in seguito, meglio se con un iter semplificato; risulteranno più efficaci se basati sull'esperienza concreta”.

¹³ Il decreto è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 6 del 9 gennaio 2025 ed è in vigore dal 24 gennaio 2025.

Per i primi commenti in proposito si rinvia a: V. MIRRA, *In dirittura d'arrivo l'Arbitro per le controversie assicurative*, in *dirittobancario.it*, 31/01/2025; M. MARINARO, *Adr e arbitro assicurativo: approvate le regole sui criteri di svolgimento della procedura*, in *Guida al Diritto - Il Sole 24 Ore* n. 4/2025.

Si segnala inoltre che le modalità di contribuzione degli utenti al sistema ADR sono state fissate in precedenza, con decreto del Ministro dello sviluppo economico (su proposta dell'IVASS) del 31 agosto 2021: il decreto stabilisce la sostanziale gratuità del ricorso per la clientela, prescrivendo – come l'ABF – il versamento del solo contributo di 20 euro, “*che verrà rimborsato dall'impresa o dall'intermediario in caso di soccombenza con accoglimento in tutto o in parte del ricorso*” (art. 1, comma 1). Prevede al contempo che tale contributo possa essere rivisto, su proposta dell'IVASS, “*alla luce dell'esperienza applicativa, in conformità al combinato disposto degli articoli 141-quater, comma 3, lettera c) e 141-octies, comma 3, del Codice del consumo*” (art. 1 comma 2).

¹⁴ In questi termini M. Marinaro, *Adr e arbitro assicurativo: approvate le regole sui criteri di svolgimento della procedura*, cit..

In senso analogo P. Bartolomucci, il quale, commentando l'introduzione dell'art. 187-ter nel Codice delle assicurazioni private, ha rilevato che “*i metodi di risoluzione alternativa delle controversie possono rappresentare un concreto ed utile strumento, in grado di fornire una tutela efficiente ed efficace alle controparti non professionali; al tempo stesso, l'elevato livello di professionalità che è alla base delle decisioni assicura un altrettanto elevato livello di conformazione dei comportamenti delle imprese alle normative di settore; infine, nella misura in cui sono raggiunti i primi due obiettivi, essi contribuiscono in maniera decisiva alla stabilità complessiva del sistema e, quindi, del mercato, grazie alla stretta correlazione tra organismi ADR e Autorità di supervisione, pur nel rispetto dei limiti dell'indipendenza e dell'autonomia della loro azione*” (L'art. 187 ter c.ass. e l'istituzione di un organismo di risoluzione alternativa delle controversie assicurative, cit.).

disposizioni, che sono state messe in consultazione pubblica in data 6 marzo 2025 e quindi emanate con provvedimento del successivo 23 maggio.

Tenuto conto che questo sistema è regolato “*sull’onda dei successi dell’Abfe dopo l’avvio dell’Acf*”¹⁵, in questa sede ci si soffermerà sugli elementi di novità.

Sotto il profilo soggettivo, considerato l’elevato numero degli operatori del mercato l’adesione all’AAS non richiede comunicazioni da parte del professionista, come per l’ABF e l’ACF, ma avverrà in automatico con l’iscrizione al relativo albo o elenco, o al Registro Unico degli intermediari (cfr. art. 2 del decreto)¹⁶.

La nozione di cliente riflette invece le peculiarità del rapporto assicurativo, comprendendo “*qualsiasi soggetto, diverso da chi svolge in via professionale attività assicurativa o di intermediazione nei settori assicurativo, previdenziale, bancario e finanziario se la controversia attiene a questioni inerenti a detta attività, che ha o ha avuto con un’impresa o un intermediario un rapporto contrattuale avente ad oggetto prestazioni o servizi assicurativi o al quale la legge riconosce azione diretta nei confronti dell’impresa, o che ha comunque titolo a ricevere prestazioni assicurative*” (cfr. art. 1, lett. b) del regolamento). Potranno quindi rivolgersi all’AAS non soltanto il contraente e l’assicurato, ma anche il beneficiario o il danneggiato che sia titolare di azione diretta verso l’impresa di assicurazioni.

Con riferimento all’ambito di cognizione del nuovo Arbitro, si prevede che allo stesso possano essere sottoposte “*le controversie derivanti da un contratto di assicurazione*” e aventi ad oggetto la corresponsione di una somma di denaro, o “*l’accertamento di diritti, anche risarcitori, obblighi e facoltà inerenti alle prestazioni e ai servizi assicurativi o l’inosservanza delle regole di comportamento previste dal Titolo IX, Capo II, sezione IV, Capi III, III-bis e III-ter del codice delle assicurazioni inerenti all’esercizio dell’attività di distribuzione assicurativa*” (art. 3, comma 1 e 4 del decreto).

La competenza per valore dell’AAS, ove si verta su richieste di somme, è tuttavia diversificata a seconda che si tratti del ramo vita o del ramo danni ed anche

¹⁵ Così M. Marinaro, *Adr e arbitro assicurativo: approvate le regole sui criteri di svolgimento della procedura*, cit..

¹⁶ Soltanto le imprese di assicurazioni o gli intermediari assicurativi operanti in Italia in regime di libera prestazione di servizi possono comunicare all’IVASS che non aderiscono all’Arbitro Assicurativo, a condizione che indichino contestualmente un altro sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie al quale aderiscono o al quale sono sottoposti nel Paese di origine e che faccia parte della rete Fin.Net (art. 2, comma 3).

Verosimilmente in ragione del collegamento automatico con l’iscrizione dei soggetti vigilati negli relativi elenchi, l’adesione all’AAS non risulta presidiata da sanzioni pecuniarie come per l’ABF e l’ACF.

al rispettivo interno¹⁷, ciò per ragioni di sostenibilità del sistema in relazione al flusso atteso – e variegato – di ricorsi¹⁸. Le stesse ragioni sono all’origine del limite temporale alla competenza dell’AAS, anch’esso mobile, come per l’ABF e l’ACF, ma molto più breve – di soli tre anni – rispetto ai due ADR omologhi e non ancorato alla data di proposizione del ricorso, ma a quella di presentazione del reclamo (cfr. art. 9, lett. c) del decreto). Se questa diversa previsione può essere foriera di confusione per l’utenza, la stessa, in combinato disposto con la norma che impone l’instaurazione del procedimento entro dodici mesi dalla proposizione del reclamo (cfr. art. 8, comma 2), implica che la competenza temporale si potrebbe estendere nei fatti di un ulteriore anno.

Dal tenore dell’art. 8 del decreto si desume che il ricorso può essere presentato soltanto dal cliente (confermandosi la legittimazione unilaterale già prevista per l’ABF e l’ACF), anche *“personalmente”*, dunque senza l’assistenza legale, in linea con quanto disposto per gli ADR di consumo¹⁹. Tuttavia, diversamente dai sistemi ABF e ACF, che gravano sull’intermediario l’onere di allegare la documentazione utile per la trattazione della controversia (con conseguenze differenti²⁰), per l’AAS si stabilisce che “[a]l ricorso è allegata la documentazione a fondamento dello stesso”,

¹⁷ In particolare è previsto che la domanda di corresponsione di somme di denaro *“non superi i seguenti importi:*

a) *per le controversie relative a contratti di assicurazione sulla vita ai sensi dell’articolo 2, comma 1, del codice delle assicurazioni: 1) euro 300.000,00 se la controversia riguarda i contratti del ramo I (assicurazioni sulla durata della vita umana) e le prestazioni oggetto del contratto siano dovute soltanto in caso di decesso; 2) euro 150.000,00 se la controversia riguarda i contratti del ramo I, fermo quanto previsto dal numero 1), e i contratti degli altri rami vita;*

b) *per le controversie relative a contratti di assicurazione contro i danni ai sensi dell’articolo 2, comma 3 del codice delle assicurazioni: 1) euro 2.500,00 se la controversia riguarda il diritto al risarcimento del danno per responsabilità civile ed è promossa dal terzo danneggiato titolare di azione diretta nei confronti dell’impresa di assicurazione del responsabile. Su tali controversie l’arbitro assicurativo decide ai sensi dell’articolo 11, comma 5 [ndr rectius 4]; 2) euro 25.000,00 in tutti gli altri casi”* (art. 3, comma 4 del decreto).

¹⁸ Cfr. S. De Polis, *L’Arbitro delle Controversie Assicurative*, cit.

¹⁹ Si segnala che per la trasmissione del ricorso è consentito esclusivamente il canale telematico (cfr. art. 8, comma 4 del regolamento).

Pertanto, nei lavori di revisione della Direttiva ADR, i cui principi e requisiti devono essere rispettati dalla procedura innanzi all’AAS (cfr. art. 187.1, comma 2 del Codice delle assicurazioni private), la Commissione europea ha proposto di prevedere, quanto alle modalità di invio del ricorso e della documentazione di supporto, *“che i consumatori che lo richiedono possano presentare tale documentazione e accedervi in formato non digitale”* (cfr. art. 5, par. 2, lett. a) della proposta di revisione della direttiva, il cui testo è reperibile qui: https://commission.europa.eu/live-work-travel-eu/consumer-rights-and-complaints/resolve-your-consumer-complaint/alternative-dispute-resolution-consumers_it).

²⁰ Pubblicità negativa per l’ABF (cfr. Sez. VI, par. 4 delle *Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari*), soccombenza dell’intermediario nel sistema ACF (cfr. art. 23, comma 6 del TUF, che trova specificazione negli artt. 11, comma 4 e 15, comma 2 del regolamento ACF).

ivi compresa “la prova della presentazione del reclamo” (cfr. art. 8, comma 4), pena l’inammissibilità dello stesso (cfr. art. 9, lett. e), che viene parimenti dichiarata – dal Presidente – quando “è privo dell’indicazione degli elementi essenziali quali l’oggetto, il contratto di assicurazione stipulato, la domanda e l’esposizione dei fatti costituenti le ragioni della domanda, con le relative richieste” (art. 9, lett. h). In una materia complessa come quella assicurativa, si consente quindi al cliente di presentare il ricorso da sé, ma si chiede di farlo “bene”: ove non venga adottato un approccio sostanzialistico nell’applicazione di tali previsioni, si configura il rischio di numerosi arresti in rito delle istanze di tutela dell’utenza. Trattandosi di dichiarazione di inammissibilità, secondo le prassi già adottate dall’ABF e dall’ACF²¹ dovrebbe comunque ritenersi possibile per il cliente ripresentare ritualmente il ricorso, sempre che sia rispettato il limite di competenza temporale, ma sul punto occorrerà attendere il pronunciamento dell’organo decidente dell’AAS.

Quanto alla procedura, viene confermato anche qui il carattere solo documentale: i termini di deposito degli atti di parte successivi al ricorso (denominati come le memorie del procedimento ABF) sono regolati in modo difforme rispetto agli altri due ADR già esistenti, ma in ogni caso in osservanza delle previsioni della Direttiva ADR, come prescritto dalla norma primaria istitutiva dell’AAS²². Parimenti in conformità alla Direttiva ADR si stabilisce che

²¹ Invero per l’ACF è espressamente previsto che il *ne bis in idem*, con conseguente irricevibilità del ricorso, si verifichi solo quanto l’Arbitro si è già pronunciato con decisione di merito (cfr. art. 10, lett. b-bis) del regolamento ACF).

²² L’art. 10 del regolamento prevede segnatamente che, entro il termine di quaranta giorni dalla notifica del ricorso, il convenuto trasmetta alla segreteria tecnica una “memoria di controdeduzioni unitamente alla documentazione utile per la decisione del ricorso” (documentazione che deve peraltro essere già stata prodotta dal cliente, pena l’inammissibilità del ricorso, come si è detto sopra).

Quindi, “[l]a segreteria tecnica trasmette entro cinque giorni la memoria al ricorrente che, entro venti giorni dalla ricezione, può inoltrare memoria di replica, da trasmettersi a cura della segreteria tecnica all’impresa e all’intermediario entro il termine di cinque giorni. Entro venti giorni dalla ricezione questi ultimi possono presentare memoria di controreplica”.

Come per l’ABF, è altresì sancita la natura perentoria dei termini per il completamento del contraddittorio.

Per completezza, si richiama inoltre che il complessivo termine per il completamento del fascicolo non è espressamente previsto dalla Direttiva ADR (i cui principi e requisiti devono essere rispettati dall’AAS, in base alla norma

primaria istitutiva del sistema), né, conseguentemente, dal nostro provvedimento di recepimento (d.lgs. n. 130/2015). Sul

punto è intervenuto un chiarimento del Tavolo di coordinamento e indirizzo di cui all’art. 140-*octies*, comma 3 del Codice

del consumo (cfr. documento del 22 dicembre 2015, contenente *Primi indirizzi relativi all’attività di iscrizione e di vigilanza delle autorità competenti, nonché ai criteri generali di trasparenza ed imparzialità e alla misura dell’indennità dovuta per il servizio prestato dagli organismi ADR*, reperibile al seguente

il termine di novanta giorni per la decisione del ricorso, che decorre dal completamento del fascicolo, “*può essere prorogato per una sola volta dal collegio fino a ulteriori novanta giorni in caso di controversie particolarmente complesse*” (art. 11, comma 2). Nondimeno, il regolamento tace sulla facoltà del Collegio di richiedere integrazioni documentali alle parti, come invece espressamente disposto per l’ABF e l’ACF, ove si precisa altresì che l’esercizio di tale potere configura un’ipotesi di particolare complessità della controversia²³. Invero, sarebbe stato altresì opportuno che l’AAS mutuasse dall’ACF la specifica previsione sul rilievo d’ufficio delle questioni di nullità, in base alla quale nel procedimento innanzi all’ADR finanziario è consentita in detta evenienza la riapertura del contraddittorio, in linea con le regole fissate per il rito civile dall’art. 101, secondo comma c.p.c.²⁴; ciò anche alla luce dell’interpretazione restrittiva della facoltà di richiedere ulteriori elementi alle parti adottata dall’ABF in assenza di norma analoga a quella del regolamento ACF²⁵.

link:

https://www.mimit.gov.it/images/stories/documenti/Tavolo_coordinamento_indirizzo.pdf.
Si segnala infine che il regolamento dell’AAS non disciplina eventuali sospensioni dei termini del procedimento, come è invece previsto per l’ABF e l’ACF: riferimenti al riguardo sono contenuti nella *Relazione illustrativa della disciplina ministeriale in materia di Arbitro Assicurativo e delle disposizioni tecniche e attuative predisposte ai sensi dell’articolo 13 del decreto del Ministro delle imprese e del made in Italy 6 novembre 2024, n. 215*, che accompagna il provvedimento dell’IVASS (il testo è reperibile al seguente link: <https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/amministrativi-provv/2025/106122/Relazione.pdf>). In particolare, è ivi indicato che “[a]l fine di garantire il pieno esercizio del diritto di difesa delle parti coinvolte nel procedimento, i termini per lo svolgimento e la conclusione del procedimento davanti all’Arbitro Assicurativo, previsti dal regolamento ministeriale e dalle presenti disposizioni, sono sospesi dal 1° al 31 agosto e dal 23 dicembre al 6 gennaio di ogni anno”. È dubbia, peraltro, la valenza di tale indicazione.

²³ Sembra potersi rinvenire un riferimento a siffatto potere dell’organo decidente nella disciplina attuativa dell’IVASS, che indica, tra le attività di competenza della segreteria tecnica, quella di acquisire “*dalle parti ulteriori elementi informativi e documenti su indicazione del collegio, qualora lo stesso lo ritenga opportuno*” (par. 5, lett. l) del provvedimento del 23 maggio 2025). Tuttavia, la disciplina di dettaglio delegata all’IVASS non riguarda le modalità di svolgimento del procedimento né l’attività decisoria del Collegio, il quale potrà comunque individuare – in via interpretativa – i casi di particolare complessità delle controversie alla luce dell’esperienza applicativa dell’ABF e dell’ACF.

²⁴ Si segnala per completezza che il Codice delle assicurazioni private sancisce in via generale, all’art. 167, la nullità del contratto di assicurazione stipulato con un’impresa non autorizzata o alla quale sia fatto divieto di assumere nuovi affari; identica sanzione è prevista in caso di stipula di contratti da parte di impresa assicurativa di un Paese terzo, operante in Italia in regime di libera prestazione dei servizi, in violazione del divieto di svolgere attività nei rami vita o danni (art. 29). La nullità è inoltre disposta con specifico riferimento sia ai contratti assicurativi dei rami vita, in tema di determinazione delle tariffe (art. 32), sia ai contratti di assicurazione obbligatoria per i veicoli a motore, con riguardo agli obblighi informativi degli intermediari (art. 132-bis).
Si tratta in tutti i casi di nullità di protezione, che può essere fatta valere solo dal contraente o dall’assicurato, o rilevata d’ufficio nel suo interesse.

²⁵ Le decisioni ABF che ad oggi hanno affrontato il tema *de quo* hanno ritenuto di non poter applicare i principi desumibili dal richiamato comma 2 dell’art. 101 c.p.c. al procedimento innanzi all’ABF; si vedano in questo senso: Collegio di Torino, decisione n. 7768/2024; Collegio di Roma,

Tornando alla natura documentale del procedimento, si rileva che, nonostante una tipologia frequente di contenzioso riguarderà il risarcimento dei danni, è espressamente stabilito che l'AAS non possa disporre di perizie tecniche né assumere testimonianze o dichiarazioni orali (art. 3, comma 3) e, conseguentemente, il ricorso sia dichiarato inammissibile quando, ai fini della decisione, sono necessari tali accertamenti istruttori.

Peraltro, a differenza dell'ABF e dell'ACF è prevista *“la facoltà dell'arbitro assicurativo di sentire le parti nei casi di cui all'articolo 11, comma 4”* (cfr. art. 3, comma 3 del regolamento)²⁶, ovvero quando, su concorde richiesta delle parti e se ritiene accertato il diritto, il Collegio *“liquida il danno o determina la prestazione dovuta, secondo equità, sulla base degli elementi a tal fine forniti dalle parti”*²⁷. La pronuncia secondo equità costituisce una novità rispetto ai due ADR già esistenti: in proposito, la stessa Autorità di settore ha spiegato che la natura solo documentale del procedimento risponde a *“esigenze di celerità e speditezza ... data la natura sommaria della cognizione stragiudiziale resa”*, riconoscendo che *“[d]a ciò deriva forse la maggiore complessità per l'AAS, visto che gran parte delle controversie con le imprese*

decisione n. 1861/2022; Collegio di Milano, decisione n. 1173/2014. Peraltro, il Collegio di coordinamento, investito della questione dell'applicazione del principio dell'onere della prova, con la decisione n. 7716/2017, ha avuto modo di osservare che *“per decidere ... sulla fondatezza della domanda non può che farsi applicazione, «in linea di massima» (stante l'assenza di specifici richiami alle norme generali e avuto riguardo alla natura «valutativa» del responso), delle regole fondamentali del processo civile: il principio dispositivo (artt. 99 e 115 c.p.c.); il principio del contraddittorio (art. 101 c.p.c. e 167 c.p.c.) e il principio dell'onere della prova (art. 2697 cc.)”* (nello stesso senso già il resoconto della consultazione sulla modifica alle disposizioni ABF del dicembre 2011, ove si rilevava che *“i Collegi già applicano, ove possibile, in via analogica le disposizioni del codice di procedura civile agli aspetti non espressamente disciplinati dalle disposizioni”*).

D'altra parte, sempre il Collegio di coordinamento ha affermato più volte che *“l'ABF non può che uniformarsi ai principi di diritto enunciati dalla Suprema Corte di Cassazione, cui la legge fondamentale sull'ordinamento giudiziario del 30 gennaio 1941 n. 12 (art. 65) attribuisce la funzione di assicurare l'esatta osservanza e l'uniforme interpretazione*

della legge, l'unità del diritto oggettivo nazionale, il rispetto dei limiti delle diverse giurisdizioni” (così testualmente le

decisioni n. 6142/2020 e n. 9321/2023; in senso analogo in precedenza cfr. decisione n. 7440/2018). E sulla portata del principio generale della rilevanza d'ufficio della nullità del contratto si sono espresse le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, con le sentenze gemelle n. 26242 e n. 26243 del 2014, affrontando il rapporto di tale potere del giudice con il principio della domanda (art. 99 c.p.c.) e il principio di corrispondenza fra chiesto e pronunciato (art. 112 c.p.c.).

²⁶ Si noti che la previsione appare in linea con l'emendamento apportato dal Parlamento europeo alla proposta di revisione della Direttiva ADR (di cui si è accennato alla nota 19), concernente l'introduzione, nei requisiti delle procedure, della possibilità *“su richiesta del consumatore ... di tenere una riunione in presenza”* (cfr. nuova lett. d-bis della bozza rivista dell'art. 8 della direttiva - Risoluzione del Parlamento europeo del 13 marzo 2024, reperibile qui: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0139_IT.pdf).

²⁷ L'art. 11, comma 4 non richiede il consenso delle parti ove si tratti di contratti di assicurazione contro i danni ai sensi dell'art. 2, comma 3 del Codice delle assicurazioni private e si controverta sul diritto al risarcimento per responsabilità civile, con ricorso promosso dal terzo danneggiato titolare di azione diretta nei confronti dell'impresa di assicurazione del responsabile.

riguarda il risarcimento danni e che per l'accertamento dell'an e del quantum sono, di norma, necessari accertamenti complessi, quali ad esempio perizie tecniche d'ufficio (CTU), che gli arbitri, per loro natura, non sono autorizzati ad espletare", e rilevando che, "[n]el tentativo di rimediare a tale limitazione dell'utilizzo dei mezzi istruttori, la scelta dei Ministeri dello Sviluppo Economico e della Giustizia è stata quella di dare all'AAS, per quanto possibile, la facoltà di decidere sul risarcimento ... mediante il ricorso al giudizio di equità"²⁸.

Si segnalano inoltre, nella stessa direzione, gli incentivi alla composizione bonaria della controversia: in particolare, il Collegio può, similmente ai Presidenti dei Collegi ABF ma senza limiti connessi alla sussistenza di un orientamento consolidato (e favorevole alla clientela) dell'ADR sulla materia, formulare proposte conciliative (cfr. art. 11, comma 6); in analogia con l'ACF, i contributi alle spese della procedura, diversificati per l'impresa di assicurazioni (200 euro) e l'intermediario assicurativo (100 euro), non sono dovuti *"se la decisione sul ricorso riconosce al ricorrente un importo uguale o inferiore a quello della eventuale proposta conciliativa formulata dall'impresa o dall'intermediario prima della presentazione del ricorso e rifiutata dal ricorrente"*, ovvero sono dimezzati qualora la proposta conciliativa respinta dal cliente sia stata avanzata dal convenuto dopo la presentazione del ricorso e lo stesso sia poi accolto per somma corrispondente o minore a quella offerta dal professionista (cfr. art. 7, comma 4 del regolamento).

L'attività decisoria è rimessa a uno o più collegi, secondo il numero stabilito dall'IVASS (art. 4, comma 1). Ciascun collegio è composto da cinque membri, con una specificità legata alla variabilità dei soggetti convenibili: è infatti prevista la rotazione, in funzione della natura della parte resistente, tra il componente designato dall'associazione di categoria delle imprese di assicurazioni e quello designato congiuntamente dalle associazioni di categoria degli intermediari assicurativi (cfr. art. 4, comma 2, lett. b) del decreto²⁹).

²⁸ Cfr. S. De Polis, *L'Arbitro Assicurativo*, in atti del Convegno *Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?*, cit..

²⁹ La norma prevede altresì che, ove il ricorso sia proposto *"nei confronti e dell'impresa e dell'intermediario, i componenti individuano congiuntamente chi fra loro partecipa al collegio. Se l'accordo non è raggiunto, il componente è individuato dal presidente, che provvede in funzione della natura della controversia e sulla base dell'interesse prevalente coinvolto"*. In tale evenienza, *"il componente individuato dal presidente acquisisce le eventuali osservazioni dell'altro componente e le trasmette contestualmente al collegio"* (cfr. art. 11, comma 3).

Sulla funzione conformativa dell'AAS non risulta una previsione specifica nel regolamento, né nelle disposizioni dell'IVASS in consultazione, che hanno taglio organizzativo. Nella relazione dell'IVASS illustrativa del regolamento dell'AAS e della disciplina attuativa emanata dalla stessa Autorità di Vigilanza si legge comunque che *“la pubblicazione nel sito internet dell'Arbitro Assicurativo delle decisioni più rilevanti adottate dall'Arbitro Assicurativo stesso ... potrà consentire alle imprese e agli intermediari di procedere ad una valutazione dei reclami ricevuti anche alla luce degli orientamenti espressi dalle principali decisioni arbitrali. Al contempo, le tendenze desumibili dagli esiti dei ricorsi potranno ampliare il patrimonio informativo a disposizione dell'IVASS”*³⁰.

In tale relazione l'IVASS prende anche posizione sul rapporto tra il reclamo alla stessa Autorità e il ricorso all'AAS, *“che hanno in comune il presupposto del previo esperimento di un reclamo all'impresa o all'intermediario”*, segnalando che *“l'Istituto, in caso di attivazione di entrambi gli strumenti da parte del consumatore per la medesima controversia, riserverà all'Arbitro la trattazione degli aspetti di tutela individuale del cliente e il reclamo verrà gestito esclusivamente per gli eventuali profili di vigilanza e sanzionatori. Ciò per evidenti ragioni di economicità, efficacia ed efficienza dell'azione amministrativa”*.

3. Ultimi aggiornamenti.

Dal 26 maggio 2025 è attivo il sito dell'AAS³¹, sul quale sono reperibili informazioni per l'utenza sulle modalità di funzionamento del sistema, comprensive della Guida *AAS in parole semplici*, di una sezione dedicata alle FAQ e di un'altra contenente un questionario volto ad agevolare il cliente nell'individuazione dell'operatore cui indirizzare il ricorso. Il questionario

³⁰ Cfr. anche S. De Polis, *L'Arbitro delle Controversie Assicurative* (intervento al seminario *Bancassicurazione: discipline e tutele*, cit.), ove si evidenzia che *“[l']'Arbitro Assicurativo (l'AAS – sarà questo l'acronimo) si propone di migliorare il rapporto di fiducia tra compagnie, intermediari e assicurati offrendo possibilità di dirimere in modo rapido ed economico i c.d. small claim in un settore in cui fisiologicamente sussiste una componente di dialettica tra l'impresa e gli assicurati. All'operatività di questo Organismo dovrebbe accompagnarsi auspicabilmente un effetto deflattivo del contenzioso giudiziario. Da non sottovalutare, inoltre, che la valenza delle decisioni andrà oltre il singolo caso, generando così quella che potremmo definire una “giurisprudenza” dell'Arbitro assicurativo. Pensiamo, ad esempio, alla corretta lettura di clausole contrattuali e alla conformità di comportamenti”*.

Come già evidenziato (cfr. nota 22), tuttavia, è dubbia la valenza delle indicazioni contenute nella predetta relazione dell'IVASS nella misura in cui si prestano a integrare la normativa ministeriale e la connessa disciplina attuativa.

³¹ Questo il link: www.arbitroassicurativo.org.

interattivo rappresenta una novità rispetto ai due ADR omologhi già operativi e risponde alla maggiore varietà dei soggetti convenibili innanzi al nuovo Arbitro.

Sul sito dell'AAS è stata data notizia, il 6 giugno 2025, dell'avvio della procedura di nomina del primo Collegio³², al momento unico come nel sistema ACF: l'avviso è stato accompagnato dalla pubblicazione della tabella dei compensi spettanti ai componenti dell'Organo decidente, determinati dall'IVASS *ex art.* 4, comma 13 del regolamento ministeriale ricalcando, per struttura e importi, il sistema di remunerazione implementato dalla Banca d'Italia per l'ABF.

La disciplina per il funzionamento dell'AAS dovrà poi essere completata con la pubblicazione del regolamento organizzativo del Collegio e del Codice deontologico per i relativi componenti, similmente agli ADR dei settori bancario e finanziario: di tali provvedimenti non è fatta menzione nel regolamento dell'AAS (diversamente da quanto si legge nelle disposizioni sul funzionamento dell'ABF e nel regolamento dell'ACF), ma sono indicati nella citata relazione illustrativa dell'IVASS, cui dovrà verosimilmente attingersi per integrare la normativa dell'AAS in occasione degli affinamenti che seguiranno la prima fase applicativa.

³² Le manifestazioni di interesse dovevano essere presentate entro il 7 luglio scorso.

Le proposte di riforma della legge “Confidi” contenute nel Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese: il ddl n. 1484.

Di Sacha Balsamo Tagnani ed Elena Vittoria Colombo

La vigente disciplina dei Confidi in Italia è rappresentata da un provvedimento legislativo relativamente datato e risalente a più di 20 anni fa. Trattasi, nel merito, dell’art. 13 del d.l. n. 269/2003 (c.d. “legge Confidi”). In più di 20 anni il sistema finanziario, nonché l’economia reale del Paese, ha subito svariati e molteplici evoluzioni date non solo da eventi non prevedibili (quali per esempio guerre, inflazione, pandemie globali) ma anche dall’evolversi di nuove forme di finanza alternativa e complementare a quella bancaria o finanziaria tradizionale.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le proposte di riforma contenute nell’art. 5 del Disegno di legge annuale sulle PMI (*segue*). – 2.1. La revisione dei requisiti per l’iscrizione all’albo dei Confidi vigilati. – 2.2. L’ampliamento dell’ambito delle attività esercitabili dai Confidi. – 2.3. Gli incentivi ai processi di aggregazione dei Confidi mediante agevolazioni e semplificazioni normative. – 2.4. L’incremento del margine di operatività per i confidi iscritti all’albo di cui all’articolo 106 TUB, con riferimento all’erogazione di finanziamenti diretti alle imprese consorziate o socie. – 2.5. La riduzione dei costi di istruttoria per la valutazione del merito creditizio delle imprese, anche tramite forme di contribuzione pubblica. – 2.6. La promozione dell’integrazione inter-consortile e previsione della facoltà per i confidi di assumere partecipazioni in altri enti, purché ciò non comporti modificazioni sostanziali del loro oggetto sociale. – 2.7. La costituzione di gruppi rilevanti anche ai fini di vigilanza. – 3. Primi commenti degli “addetti ai lavori” sulla riforma della legge “Confidi”. – 4. Conclusioni.

1. Premessa

La vigente disciplina dei Confidi in Italia è rappresentata da un provvedimento legislativo relativamente datato e risalente a più di 20 anni fa. Trattasi, nel merito, dell’art. 13 del d.l. n. 269/2003 (c.d. “legge Confidi”)¹. In più di 20 anni il sistema finanziario, nonché l’economia reale del Paese, ha subito svariati e molteplici evoluzioni date non solo da eventi non prevedibili (quali per esempio guerre, inflazione, pandemie globali) ma anche dall’evolversi di nuove forme di finanza alternativa e complementare a quella bancaria o finanziaria tradizionale. In tale contesto, i Confidi rappresentano senz’altro un *unicum*, configurandosi quali intermediari finanziari orientati ai principi di mutualità, assenza di scopo di lucro e prossimità territoriale, caratteristiche che rendono tali operatori uno strumento

* Sacha Balsamo Tagnani è Dottore di Ricerca all’Università degli Studi di Urbino “Carlo Bo” e assistente volontario presso il corso in Risk Management e Internal Auditing del dipartimento di giurisprudenza della medesima Università. Elena Vittoria Colombo specialista legale presso fintech e società di mediazione creditizia. Il contributo è espressione del libero pensiero degli Autori.

¹ Cfr. Assoconfidi, memoria al ddl in oggetto, inviata al Senato della Repubblica (9° commissione industria, commercio, turismo, agricoltura e produzione agroalimentare) in data 26 giugno 2025 ove rappresenta le importanti quote di mercato coperte dai Confidi in Italia come segue: “Attualmente I Confidi in Italia sono 194, di cui 32 Confidi Vigilati dalla Banca d’Italia e 162 Confidi minori: • i primi sono iscritti all’Albo degli intermediari finanziari ex art. 106 TUB e possono concedere finanziamenti diretti alle mPMI, fermo restando l’esercizio prevalente dell’attività di garanzia; • dei secondi, la totalità risultava alla fine del 2023 iscritta nell’Organismo dei Confidi Minori”, documento reperibile al seguente link istituzionale: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

molto favorevole, se non addirittura essenziale, per consentire l'accesso al credito alle MPMI italiane.

All'interno del tessuto economico nazionale, i Confidi sono quegli intermediari che, da sempre, esercitano nei confronti delle imprese associate una attività di tipo mutualistico, in quanto: i) da un lato, questi ultimi rilasciano garanzie di tipo fideiussorio² per accedere al credito bancario (di norma le imprese che si rivolgono ai Confidi sono ritenute scarsamente bancabili dal sistema tradizionale creditizio); ii) dall'altro lato, tali intermediari richiedono ai consorziati il versamento di un corrispettivo economico (di norma viene richiesto il versamento di una "commissione di garanzia" con anche altre possibili spese, ad esempio: quota ammissione socio) che servirà al Confidi stesso per liquidare le insolvenze che si verificheranno ed anche per accrescere il proprio patrimonio³.

L'avvento della tecnologia messa al servizio del sistema finanziario, lo svilupparsi sempre maggiore di sistemi informatici di valutazione del merito creditizio grazie all'intelligenza artificiale (es. *credit scoring*), nonché l'avvento delle *fintech* – le quali occupano sempre più quote di mercato – che si presentano alla clientela come facilitatori del credito (es. mediante la messa a disposizione dei finanziatori di piattaforme digitali di *lending*), rappresentano tutti fattori che incidono sull'attuale mercato finanziario nazionale, e di conseguenza anche sul relativo ruolo ricoperto dai Confidi stessi, soprattutto quali intermediari ad ausilio diretto delle MPMI italiane.

Nell'ultimo triennio le economie europee hanno subito almeno tre eventi che ne hanno messo a dura prova la tenuta: i) shock di portata straordinaria, quali l'emergenza pandemica (es. Covid-19); ii) l'inizio del conflitto russo-ucraino con la conseguente crisi energetica; iii) il ritorno dell'inflazione sostenuta. Il sistema delle MPMI italiane può dirsi solido, anche per alcune scelte di natura fiscale e

² Sulla natura giuridica della garanzia Confidi si v. F. Iorio, *La garanzia personale a prima richiesta del confidi vigilato e le garanzie personali di terzi: il problema del regresso*, in Ex Parte Creditoris.it, pubblicazione del 22 giugno 2021, scaricabile al link: <https://www.expartecreditoris.it/> nella parte in cui l'Autore, dopo aver chiarito che la garanzia Confidi deve essere considerata come una fideiussione atipica e specifica (mantenente quindi l'accessorietà tipica dell'istituto civilistico), regolata perlopiù da fonte di natura privatistica, oltre che dalle leggi speciali di riferimento, afferma "la garanzia collettiva dei fidi parrebbe mantenere comunque un carattere accessorio – benché attenuato, per via della presenza di una clausola di pagamento a prima richiesta – tipico della fideiussione civilistica e assente nella figura del contratto autonomo di garanzia".

³ Per una prima lettura sull'ecosistema Confidi, nonché sull'evoluzione storica e giuridica di un tale ambito, si v. anche S. Balsamo Tagnani e Elena Vittoria Colombo, *Confidi minori: segnalazione di finanziamenti nell'ambito dei servizi connessi e strumentali*, in *Diritto del Risparmio*, fasc. 1/2025.

normativa attuate dal Governo italiano⁴. Tuttavia, l'esigenza avvertita dal legislatore, mediante l'adozione del ddl in commento, è da un lato quella di rendere ancora più agevole l'accesso al credito delle MPMI, anche mediante nuovi strumenti di finanza alternativa agevolativa, ma dall'altro quello di rilanciare il ruolo dei Confidi, i quali negli ultimi anni, pur mantenendo un quota di mercato considerevole (soprattutto nell'ambito delle garanzie rilasciate), sono rimasti ancorati ad una normativa oramai obsoleta – nonché soprattutto fortemente restrittiva – rispetto a quello che l'attuale domanda di mercato richiede agli stessi intermediari finanziari.

Quanto sopra, trova immediata conferma nella normativa attuale disciplinante il ruolo dei Confidi in Italia. In tal senso, l'art. 13 del già citato d.l. n. 269/2003 prevede che i Confidi svolgano: *“esclusivamente l'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi a essa connessi o strumentali, nel rispetto delle riserve di attività previste dalla legge”*⁵.

Ora, dalla lettura della norma di cui sopra, si comprende chiaramente che, eccetto che per i c.d. servizi “connessi” e “strumentali” (di cui si accennerà nel prosieguo), la *ratio* della normativa attuata dal legislatore italiano sia quella di limitare il ruolo del Confidi a quello di semplice “garante” dei propri associati⁶ al fine dell'ottenimento, ad opera di altri finanziatori autorizzati, di finanziamenti.

Per quanto concerne, poi, le ulteriori attività ammesse, il riferimento riguarda i “servizi connessi o strumentali” al rilascio di garanzie collettive. Il contenuto di tali servizi viene analiticamente descritto all'interno dell'art. 5 del D.M. n. 53/2015. In particolare, i “servizi connessi” devono consentire di sviluppare l'attività di garanzia collettiva dei fidi, e devono essere svolti in via accessoria a quest'ultima

⁴ Cfr. la Relazione iniziale contenuta nel Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese comunicato alla Presidenza del Consiglio in data 12 maggio 2025.

⁵ Si ricorda, inoltre, come, sempre ai sensi dell'art. 13 del d.l. 269/2003, comma 3, sia previsto che *“Nell'esercizio dell'attività di garanzia collettiva dei fidi possono essere prestate garanzie personali e reali, stipulati contratti volti a realizzare il trasferimento del rischio, nonché utilizzati in funzione di garanzia depositi indisponibili costituiti presso i finanziatori delle imprese consorziate o socie”*.

⁶ Cfr. art. 13, comma 4, del d.l. 269/2003 ove si afferma che *“I confidi di secondo grado svolgono l'attività indicata nel comma 2 a favore dei confidi e delle imprese a essi aderenti e delle imprese consorziate o socie di questi ultimi”*.

e per finalità coerenti con essa⁷. Per “servizi strumentali”, si intendono, invece, i servizi ausiliari all’attività prevalentemente svolta⁸.

Le premesse che precedono confermano il presupposto finale secondo cui, e su tale rappresentazione tutti gli “addetti ai lavori” sono concordi, la legge quadro sui Confidi, ferma ormai dal 2003, abbia un assetto che non riflette più la realtà operativa di molti di questi soggetti e necessita quindi di una profonda revisione.

Ecco, quindi, che in tale scenario si colloca la *ratio* ispiratrice della riforma avanzata dal legislatore con il ddl in commento, il quale dedica ai Confidi un ruolo di primaria rilevanza, dimostrandone particolare sensibilità all’ambito.

2. Le proposte di riforma contenute nell’art. 5 del Disegno di legge annuale sulle PMI

Come si legge nelle prime pagine della Relazione introduttiva, il disegno di legge costituisce la prima attuazione dell’art. 18 della legge 180/2011, disposizione che, al fine di dare esecuzione alla comunicazione della Commissione europea COM (2008) 394 definitivo, del 25 giugno 2008, recante «*Una corsia preferenziale per la piccola impresa – Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (uno “Small Business Act” per l’Europa)*», prevede che, entro il 30 giugno di ogni anno il Governo, su proposta del Ministro delle Imprese e del *made in Italy*, sentita la Conferenza unificata di cui all’art. 8, d.lgs. n. 281 del 1997, presenti alle Camere un disegno di legge annuale per la tutela e lo sviluppo delle micro, piccole e medie imprese volto a definire gli interventi in materia per l’anno successivo⁹.

In sostanza il legislatore italiano, anche se in ritardo di diversi anni, ha finalmente provveduto a dare attuazione a quanto previsto ai sensi della legge

⁷ Ai sensi dell’art. 5, comma 2, del D.M. 53/2015: “*Per servizi connessi si intendono quei servizi che consentono di sviluppare l’attività di garanzia collettiva dei fidi, sono svolti in via accessoria a quest’ultima e hanno finalità coerenti con essa, tra i quali: a) i servizi di consulenza in materia di finanza d’impresa nei confronti esclusivamente dei propri soci, a condizione che sia strettamente finalizzata al rilascio della garanzia mutualistica propria o di terzi; b) le attività previste all’articolo 12, comma 1, lettera c), del decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141*”.

⁸ Sempre ai sensi del citato Decreto, art. 5, comma 3: “*Per servizi strumentali, si intendono i servizi ausiliari all’attività svolta, quali: a) l’acquisto di immobili, esclusivamente funzionali all’esercizio dell’attività principale; gli immobili non funzionali eventualmente già detenuti prima dell’iscrizione nell’elenco di cui all’articolo 112, t.u.b., possono essere concessi in locazione ovvero devono essere alienati nel più breve tempo possibile; b) l’assunzione di partecipazioni esclusivamente in altri confidi o banche di garanzia collettiva fidi ovvero in altri intermediari finanziari che in base a specifici accordi rilascino garanzie ai propri soci nonché in società costituite per la prestazione di servizi strumentali*”.

⁹ Cfr. Relazione al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese n. 1484.

180/2011, in ossequio alle proposte contenute nello “Small Business Act” di matrice europea.

L'esigenza europea di riservare una specifica raccomandazione formale a favore delle MPMI deriva dalla necessità di garantire la sopravvivenza di un tale substrato produttivo, il quale ha una rilevanza strategica per l'intera economia europea. Lo dimostrano i numeri. Solo in Italia, infatti, con riferimento alle microimprese, così come affermato nella Relazione del ddl in commento “*su 4,4 milioni di imprese attive, le microimprese con meno di 10 addetti sono quelle numericamente più importanti, rappresentando il 95,13% del totale, contro un 0,09% di grandi imprese. Trattasi di un peso ponderale relevantissimo, posto che esse hanno un ruolo fondamentale sul versante i) economico, come motore delle catene di approvvigionamento e distribuzione dei principali settori; ii) tecnologico, quale propulsore di innovazione, anche di carattere più informale, grazie alla capacità intrinseca di adattarsi ai cambiamenti più rapidamente rispetto alle grandi imprese e, infine, iii) sociale, come promotrici di inclusione e sviluppo direttamente sul territorio e di una maggiore parità di genere*”.

Stante quanto sopra, è abbastanza evidente come il sistema produttivo italiano sia rappresentato da una forte centralità del ruolo delle PMI, le quali possono definirsi come la base del tessuto industriale del Paese. Come rappresentato da Cassa Depositi e Prestiti nel suo contributo del 4 agosto 2025 al ddl in commento, in Italia le PMI rappresentano circa il 99,9% delle imprese attive, impiegando circa 13.9 milioni di addetti (circa il 75% del totale degli occupati) e generando circa il 62% del valore aggiunto¹⁰. Nel confronto con gli altri Paesi appartenenti all'Unione europea l'Italia è di fatto la Nazione con il maggior quantitativo di MPMI attive. Tali valori sono pertanto significativamente superiori alla media dell'UE dove le PMI contribuiscono per il 65% all'occupazione e per il 54% al valore aggiunto del settore privato¹¹.

Venendo al merito del presente contributo, il ddl in oggetto, tra le varie materie ed ambiti trattati, dedica uno specifico articolo alla trattazione della riforma Confidi. In verità, l'art. 5 è contenuto all'interno del Capo II dedicato “*all'accesso delle PMI al credito bancario e misure di semplificazione*”. La ratio di fondo di tale proposta di riforma risiede nella volontà del legislatore di favorire metodi alternativi di finanziamento, in modo da sopperire non solo al mercato delle

¹⁰ Cfr. Elaborazioni di CDP su dati Eurostat, riferiti al 2023.

¹¹ Cfr. Stime della Commissione Europea (JRC) per il 2024, basate su dati Eurostat 2008-2023.

sofferenze ma soprattutto favorendo l'accesso delle MPMI al credito. In tal senso, il ddl interviene in due ambiti applicativi: i) la delega al Governo per l'aggiornamento sul sistema dei Confidi; ii) le misure per favorire il *destocking*.

Con esclusivo riferimento al punto sub 1), l'articolo 5 interviene conferendo delega al Governo, da esercitarsi entro dodici mesi dall'entrata in vigore della presente legge, per l'aggiornamento della legge organica di riforma dei confidi, contenuta nell'articolo 13 del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge 24 novembre 2003, n. 326 (c.d. legge sui Confidi), mediante l'adozione di uno o più decreti legislativi recanti la disciplina dei confidi¹².

A seguire si riportano testualmente le principali linee di intervento rappresentante nella Relazione al ddl in commento, le quali includono: “i) *revisione dei requisiti per l'iscrizione dei confidi all'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico Bancario (TUB)*; ii) *ampliamento delle attività esercitabili dai confidi*; iii) *incentivi ai processi di aggregazione dei confidi mediante agevolazioni e semplificazioni normative*; iv) *incremento del margine di operatività per i confidi iscritti all'albo di cui all'articolo 106 TUB, con riferimento all'erogazione di finanziamenti diretti alle imprese consorziate o socie*; v) *riduzione dei costi di istruttoria per la valutazione del merito creditizio delle imprese, anche tramite forme di contribuzione pubblica*; vi) *promozione dell'integrazione inter-consortile e previsione della facoltà per i confidi di assumere partecipazioni in altri enti, purché ciò non comporti modificazioni sostanziali del loro oggetto sociale*; vii) *costituzione di gruppi rilevanti anche ai fini di vigilanza*”¹³.

Venendo all'analisi individuale delle singole linee di intervento, è possibile osservarne preliminarmente le caratteristiche nei paragrafi che seguono.

2.1. La revisione dei requisiti per l'iscrizione all'albo dei Confidi vigilati

Relativamente al punto in commento, quello, cioè, relativo alla *revisione dei requisiti per l'iscrizione all'albo dei Confidi vigilati* (ex art. 106 del Testo Unico Bancario – TUB), l'obiettivo parrebbe essere quello della necessità di rimodulare

¹² Il legislatore italiano non è nuovo a proposte di delega al Governo per l'ambito in oggetto. In tal senso, infatti, già nel 2016 (cfr. l. n. 150/2016) il legislatore aveva conferito espressa delega al Governo per l'emanazione di decreti attuativi atti a regolare la riforma dei Confidi.

¹³ Cfr. art. 5 della Relazione di cui Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese comunicato alla Presidenza il 12 maggio 2025, e reperibile al link istituzionale: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

soprattutto il parametro dei volumi delle attività finanziarie uguali o superiori alla soglia dei 150 milioni di euro (requisito minimo richiesto per l'iscrizione, nonché per il mantenimento nel tempo della stessa, di un Confidi vigilato). Infatti, la conservazione nel tempo del requisito dimensionale, legato al volume di attività finanziaria, appare oggi eccessivamente onerosa per i Confidi vigilati, tenuto conto dell'obbligo di dover rispettare la percentuale di attività prevalente e della crisi della garanzia collettiva¹⁴. D'altronde, la sua eventuale revisione non costituisce di per sé un indice di instabilità patrimoniale e di inadeguatezza dei mezzi finanziari. Il tema centrale è rappresentato dal rischio di mancato mantenimento per tre esercizi consecutivi da parte del Confidi di tali volumi delle attività finanziarie¹⁵, in quanto, in tal caso, vi potrebbe essere la revoca dell'autorizzazione da parte di Banca d'Italia, salvo eccezioni¹⁶. Lo scopo centrale di tale proposta è quindi quello del rafforzamento e aggregazione tra Confidi, soprattutto tra Confidi vigilati¹⁷. Di

¹⁴ Cfr. anche il parere di Confapi al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484) reperibile al link istituzionale seguente: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

¹⁵ In verità già durante il Covid-19 il legislatore era intervenuto per "sospendere" l'applicazione delle revoche da parte della vigilanza alle autorizzazioni per mancato rispetto delle soglie in capo ai Confidi vigilati, provvedendo con la legge 25 febbraio 2022, n. 15 (legge di conversione del decreto Milleproroghe 2022: decreto-legge 30 dicembre 2021, n. 228). La legge in oggetto prevedeva una sospensione dei termini di revoca, conseguenti al raggiungimento o al mantenimento di un volume di attività finanziaria pari o superiore a 150 milioni di euro, fino al 31 dicembre 2022. Sul tema è interessante l'analisi dell'Avv. F. Iorio, il quale, in *Il "Milleproroghe 2022" e la sospensione a beneficio dei Confidi vigilati*, in Diritto Bancario.it, pubblicazione del 7 marzo 2022, afferma quanto segue: *"La disposizione in parola, nell'interrompere temporaneamente l'assunzione dell'atto amministrativo ex art. 4, comma 3, del DM n. 53/2015, colpirebbe direttamente anche il suo presupposto, andando a bloccare sostanzialmente due termini. In primis, il decorso del termine di cinque anni dall'iscrizione all'albo ex art. 106 TUB, per la verifica del raggiungimento della soglia di attività finanziaria, affinché possa essere "confermata" o meno l'iscrizione del confidi. In secundis, atteso che la norma utilizza anche il termine "mantenimento" in aggiunta a quello di "raggiungimento", sarebbero, nondimeno, sospesi i termini indicati al Titolo VII, Cap. 1, Sez. IV, della Circolare n. 288/2015, in base ai quali la Banca d'Italia revoca l'autorizzazione se non risulta mantenuta la soglia, per almeno tre esercizi consecutivi"*.

¹⁶ Cfr. A. Conso e D. Varani, *La nuova disciplina degli intermediari finanziari e i Confidi*, in Rivista di Diritto bancario, 19 novembre 2015, al link: https://annunziataconso.eu/articolo/la-nuova-disciplina-degli-intermediari-finanziari-e-i-confidi/#_ind3, dove si afferma che *"[...] In particolare, qualora il Confidi per un periodo di tre esercizi consecutivi registri volumi di attività finanziaria al di sotto dei quelli minimi previsti per l'iscrizione nell'Albo di cui all'art. 106 del TUB (€ 150 milioni), ad esso verrebbe revocata l'autorizzazione e sarebbe iscritto d'ufficio nell'Elenco di cui all'art. 112 del TUB (D.M. 53/2015, art. 4, comma 3). In questo caso viene posto l'obbligo a carico del legale rappresentante del Confidi di comunicare alla Banca d'Italia il verificarsi della condizione del venir meno dei Volumi di Attività Finanziaria, allegando alla comunicazione un piano di dismissione degli attivi di bilancio rivenienti da attività non consentite ai Confidi iscritti nell'Elenco di cui all'art. 112 del TUB, di durata non superiore a 12 mesi [...]"*.

¹⁷ L'eccezione, ad esempio, può essere rappresentata dalla sospensione per 24 mesi della procedura di revoca nel caso di comprovati procedimenti di integrazione (fusione) tra Confidi, i quali dimostrino che al termine dei 24 mesi sia rispettato il volume di attività prevista dalla citata soglia legale. Sul tema, cfr. anche d.l. 27 dicembre 2024, n. 202, convertito con legge 21 febbraio 2025, n. 15, ove ai sensi dell'art. 3, comma 8, si stabilisce quanto segue *"Nelle more della riforma organica della disciplina normativa dei consorzi e delle cooperative di garanzia collettiva dei fidi, il procedimento per*

fatto, ad oggi, un tale limite del requisito dimensionale comporta disuguaglianze tra i Confidi vigilati e gli altri intermediari finanziari iscritti ai sensi dell'art. 106 TUB, i quali operano con le stesse modalità dei Confidi ma senza essere “vincolati” al mantenimento di un tale requisito volumetrico delle attività finanziarie. Questo requisito ha di fatto comportato negli anni la necessità (o meglio l'opportunità) da parte di molti Confidi di attuare aggregazioni con altri Confidi al fine del mantenimento dei requisiti necessari per la conservazione dell'iscrizione all'albo dei 106 TUB.

2.2. L'ampliamento dell'ambito delle attività esercitabili dai Confidi

Relativamente al punto in commento, quello, cioè, inerente *all'ampliamento dell'ambito delle attività esercitabili dai Confidi*, il testo in discussione chiarisce, in aggiunta rispetto a quanto riportato nella Relazione, come tale ampliamento possa riguardare i Confidi vigilati con riguardo alle loro caratteristiche operative e alla tipicità del loro oggetto sociale, in particolare “*sviluppando le attività di consulenza e assistenza alle imprese consorziate o socie*”. Su questo tema specifico, come noto, nella disciplina vigente vigono importanti divergenze nelle attività ammesse in capo ai Confidi vigilati e non vigilati dalla Banca d'Italia, sia per quanto concerne le attività prevalenti (di rilascio delle garanzie e dei finanziamenti) sia per ciò che riguarda l'ambito dei servizi connessi e strumentali¹⁸.

In particolare, per i Confidi vigilati è già ammessa l'attività di consulenza e assistenza finanziaria alle imprese consorziate e socie, eccetto che per le attività di consulenza “non finanziaria” verso i propri soci¹⁹. Sarebbe utile, quindi, al fine di

l'adozione del provvedimento di revoca ai sensi dell'articolo 4 del regolamento di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 2 aprile 2015, n. 53, conseguente al venir meno del volume di attività finanziaria pari o superiore a 150 milioni di euro di cui al comma 1 del medesimo articolo 4, è sospeso per ventiquattro mesi se il confidi interessato comunica alla Banca d'Italia, unitamente agli altri confidi coinvolti, l'avvio di un processo di integrazione, comprovato da idonea documentazione, che consenta al suo termine il rispetto del predetto volume di attività finanziaria”.

¹⁸ Sul tema della “prevalenza” si segnala come, attualmente, rispetto alla precedente formulazione, il legislatore abbia eliminato il riferimento al termine “residuale” prevedendo che “*Fermo restando l'esercizio prevalente dell'attività di garanzia, i confidi iscritti nell'albo possono concedere altre forme di finanziamento sotto qualsiasi forma, ai sensi dell'articolo 106, comma 1*” (si v. ex art. 112 comma 6 TUB). In precedenza, invero, l'art. 112, comma 6, sanciva che: “*I confidi iscritti nell'albo possono, in via residuale, concedere altre forme di finanziamento ai sensi dell'articolo 106, comma 1, nei limiti massimi stabiliti dalla Banca d'Italia*”.

¹⁹ Per una completa e compiuta disamina delle singole attività e materie esercitabili dai Confidi minori e vigilati, sia con riferimento all'ambito garanzie e finanziamenti che, per quanto concerne

perimetrare al meglio l'ambito comprendere a quali specifiche “*attività di consulenza e assistenza alle imprese consorziate o socie*” la proposta di ddl in commento faccia riferimento.

Il punto in commento va chiaramente a normare due ambiti distinti: il primo, quello di natura generale, riguarda a livello oggettivo un allargamento della riserva di legge oggi prevista per tutti i Confidi rispetto alle rispettive attività esercitabili. Infatti, sia per i Confidi vigilati che per i non vigilati l'attuale normativa prevede limiti ed esclusioni che ne compromettono la funzionalità e competitività. Pertanto, a livello “macro”, si può affermare che la *ratio* ispiratrice risiede nella volontà di semplificazione e armonizzazione dell'intera disciplina Confidi. Tuttavia, come correttamente rilevato da Assoconfidi²⁰, il concetto di “prevalenza” resta tuttavia necessario con particolare riferimento alle relazioni mutualistiche verso i soci, che permettono il mantenimento dello *status* di cooperativa a mutualità prevalente.

Il secondo, quello di tipo settoriale, prevede il superamento del principio di “prevalenza” in capo ai Confidi vigilati rispetto all'attività di rilascio di garanzie, con la conseguente estensione del campo delle attività esercitabili, con il risultato finale di una parificazione di trattamento anche con gli altri intermediari finanziari iscritti all'albo dei 106 TUB. Per esempio, ad oggi, i Confidi vigilati possono concedere finanziamenti ai propri associati, sempre in maniera residuale rispetto al rilascio garanzie ed entro un limite predeterminato che garantisca la prevalenza dei volumi rispetto alle garanzie rilasciate²¹ (es. limite del 20%).

Segnatamente per i Confidi minori la norma potrebbe essere interpretata nel senso di “svincolare” dal concetto di consulenza ai propri associati il tema del contestuale rilascio di garanzie. In altri termini, liberare tale attività consulenziale ad ogni diretta connessione con la finalità prevalente del rilascio di garanzie. Questo andrebbe ad ampliare il servizio offerto al cliente da parte del Confidi minore anche ad altri e differenti ambiti di interesse, magari anche in materie “non finanziarie” o verso soggetti non obbligatoriamente associati al Confidi, come

i servizi connessi e strumentali si v. L. Gai e P. Arzarello, *Le attività esercitabili dai Confidi*, in *Dirigenza Bancaria*, n. 188 – novembre / dicembre 2017, p. 20.

²⁰ Cfr. Memoria Assoconfidi del 26 giugno 2025 al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 5, documento scaricabile al link istituzionale seguente: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

²¹ Ibidem.

attualmente previsto (ipotesi questa tuttavia poco veritiera stante la natura e l'oggetto sociale dei Confidi).

2.3. Gli incentivi ai processi di aggregazione dei confidi mediante agevolazioni e semplificazioni normative

Relativamente al punto in oggetto, quello, cioè, relativo agli *incentivi ai processi di aggregazione dei confidi mediante agevolazioni e semplificazioni normative*, la proposta parrebbe mirare ad un incentivo verso le aggregazioni tra Confidi, al fine di garantirne da un lato la “sopravvivenza”, ma dall’altro il rafforzamento, soprattutto nel caso di aggregazioni inter-consortili, infragruppo.

Le aggregazioni tra Confidi, si pensi al caso di un Confido meno strutturato con uno maggiormente strutturato, comporta anche maggiore certezza rispetto agli adempimenti degli obblighi di vigilanza, in quanto rafforza le funzioni aziendali e decisionali del nuovo Confido. Le aggregazioni tra Confidi, in verità, non rappresentano una novità nel panorama nazionale italiano, in quanto, soprattutto negli ultimi decenni, si è assistito ad una riduzione del totale dei Confidi attivi, in larga parte per operazioni di acquisizione o fusione.

I numeri, in tal senso, sono eloquenti e mostrano come dal 2015, ove il totale Confidi (sia minori che vigilati) si attestava a 564 unità, al 2024, ove il totale Confidi (sia minori che vigilati) si attestava a 178 unità, vi sia stata una riduzione di 386 unità²². Secondo gli addetti ai lavori, partecipanti ai lavori commissionali di approvazione del ddl in commento, per “incentivi” ai processi di aggregazione tra Confidi si dovrebbe far rientrare anche una sorta di “premialità” da parte del legislatore.

In altri termini, tale premialità dovrebbe coincidere con una indiretta patrimonializzazione dei fondi costituiti da contributi pubblici ad oggi appostati sui bilanci dei Confidi oltreché di recuperare le risorse che tempo per tempo rientreranno sul Fondo Rischi costituito ai sensi dell’art. 1, comma 54, l. 147/2013 (Legge di Stabilità 2014)²³.

²² Per approfondire l’ambito con puntuale riferimento agli anni dal 2015 al 2024 cfr. Asso112 – Associazione Confidi Italiani, Audizione Asso112 – valutazioni e proposte sull’art. 5 al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese, del 14 luglio 2025, documento scaricabile al link istituzionale: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

²³ Cfr. Memoria Assoconfidi del 26 giugno 2025 al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 6, documento scaricabile al link istituzionale seguente: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

2.4. L'incremento del margine di operatività per i confidi iscritti all'albo di cui all'articolo 106 TUB, con riferimento all'erogazione di finanziamenti diretti alle imprese consorziate o socie

Relativamente al punto in oggetto, quello, cioè, inerente *all'incremento del margine di operatività per i confidi iscritti all'albo di cui all'articolo 106 TUB, con riferimento all'erogazione di finanziamenti diretti alle imprese consorziate o socie*, parrebbe trattarsi di un ambito già rientrante nel più ampio concetto di cui alla bozza in discussione del decreto ai sensi dell'art. 5, lett. d), il quale recita *“revisione delle attività esercitabili dai confidi iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del citato testo unico bancario di cui al decreto legislativo n. 385 del 1983, con riguardo alle loro caratteristiche operative della tipicità del loro oggetto sociale, in particolare sviluppando le attività di consulenza assistenza alle imprese consorziate o socie”*.

In tal senso, il “margine di operatività” per i Confidi vigilati, con riferimento all'erogazione di finanziamenti parrebbe rappresentare il solito tema del superamento del vincolo di “prevalenza” del rilascio garanzie rispetto alla concessione del credito ai propri associati. Pertanto, la soluzione possibile sarebbe sempre quella che prevede l'ampliamento delle attività esercitabili dai Confidi.

2.5. La riduzione dei costi di istruttoria per la valutazione del merito creditizio delle imprese, anche tramite forme di contribuzione pubblica

Relativamente al punto in oggetto, quello, cioè, inerente *alla riduzione dei costi di istruttoria per la valutazione del merito creditizio delle imprese, anche tramite forme di contribuzione pubblica*, pare evidente l'esigenza di garantire minori costi in capo ai Confidi rispetto alle attività, a volte complesse, di valutazione del merito di credito delle aziende associate, sia per quanto concerne le istruttorie relative al rilascio delle garanzie sia per quanto attiene a quelle previste per la concessione di finanziamenti. Sicuramente, strumenti di intelligenza artificiale, se adeguatamente supportati ed integrati all'interno dei centri servizi dei Confidi, potrebbero di fatto agevolare e migliorare (soprattutto a livello temporale) tali attività valutative.

Lo sviluppo di *partnership* tra Confidi e *fintech*, per esempio, potrebbe migliorare la qualità del servizio, riducendone i relativi costi, sia umani che economici. L'utilizzo di strumenti di *credit scoring* automatici, per esempio integrati all'interno di piattaforme digitali di *lending*, potrebbe rappresentarne la massima espressione. In un mercato, quello dei Confidi, relativamente "oneroso" per la clientela (per esempio si pensi ai costi relativi alla commissione di garanzia, ai costi relativi all'ammissione a socio, ai costi relativi alla commissione di erogazione, etc.), si potrebbero in tal senso ridurre i costi delle istruttorie, così da rendere maggiormente appetibile e competitivo tale segmento di mercato, rispetto al più tradizionale modello bancario.

Il legislatore dal suo lato potrebbe, altresì, prevedere incentivi pubblici a favore dei Confidi, per investimenti tecnologici e informatici tesi a ridurre i tempi, e conseguentemente i costi delle istruttorie creditizie. In tal senso, utile sarebbe prevedere un meccanismo di "ridistribuzione" delle risorse pubbliche, già vincolate a favore dei Confidi, ma non utilizzate entro i termini di legge.

Sul tema è interessante riportare il punto di vista di Feder Art fidi, il quale propone quanto segue: *"Il riferimento è, in particolare, alle risorse di cui all'articolo 1, comma 54, della Legge 27 dicembre 2013, n. 147 (Legge di Stabilità 2014). La misura in parola rappresenta un importante strumento d'ausilio per le microimprese che, come visto, continuano ad essere pregiudicate dalla strutturale contrazione del credito. I provvedimenti che ne disciplinano l'utilizzo stabiliscono, però, che le risorse vadano impiegate entro un certo termine, allo scadere del quale i Confidi dovranno restituire al MIMIT il quantum non impiegato. La restituzione tout court al citato Ministero impedisce alle suddette imprese di godere di risorse che potrebbero essere reimmesse nel sistema"*²⁴.

2.6. La promozione dell'integrazione inter-consortile e previsione della facoltà per i confidi di assumere partecipazioni in altri enti, purché ciò non comporti modificazioni sostanziali del loro oggetto sociale

²⁴ Cfr. sul tema Audizione Feder Art fidi del 1° luglio 2025, presentata alla 9° commissione permanente, industria, commercio, turismo, agricoltura e produzione agroalimentare del Senato, legge annuale sulle piccole e medie imprese, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

Relativamente al punto in oggetto, quello, cioè, inerente, alla “*promozione dell’integrazione inter-consortile e previsione della facoltà per i confidi di assumere partecipazioni in altri enti, purché ciò non comporti modificazioni sostanziali del loro oggetto sociale*”, la proposta inserita nel ddl in commento parrebbe prevedere l’intento del legislatore di agevolare sia integrazioni inter-consortili dei Confidi, al fine di rafforzare la solidità anche in ottica infra-gruppo, che l’assunzione di partecipazioni in altre società, le quali operano in differenti settori. Se per quanto concerne il primo ambito, tra l’altro già analizzato altrove, non si ravvisano particolari ulteriori commenti, per quello attinente, invece, all’ambito dell’assunzione di partecipazioni in altri enti, si rendono, quantomeno, opportune alcune osservazioni, stante l’importanza della previsione.

In tal senso, risultano di particolare interesse i contributi forniti da Confapi²⁵ - Confederazione Italiana piccola e media industria privata – e, similmente, da Assoconfidi²⁶ tramite le valutazioni presentate rispetto al ddl in commento. Confapi afferma, infatti, che: “*Oltre ai criteri già previsti nel ddl si ritiene opportuno che venga esplicitamente prevista la possibilità per i Confidi di assumere partecipazioni in altri enti senza che questo comporti una modificazione sostanziale dell’oggetto sociale, per diversi motivi strategici e operativi. I Confidi potrebbero infatti rafforzare la loro missione di supporto alle imprese partecipando ad enti che operano nel credito, nella finanza agevolata, nell’innovazione tecnologica o nella consulenza aziendale. Ad esempio, un Confidi potrebbe partecipare a una società fintech per innovare i propri strumenti di valutazione del merito creditizio. Tutto ciò permetterebbe una diversificazione del rischio e delle fonti di reddito, senza uscire dalla propria missione principale in quanto non vi sarebbe modificazione dell’oggetto sociale*”.

L’innovativa proposta appena richiamata, che prevede una diretta connessione e partecipazione in società *fintech*, potrebbe comportare un notevole miglioramento del servizio offerto alle MPMI da parte dei Confidi. Da un lato, infatti, si andrebbero ad abbattere ampiamente le tempistiche necessarie alla valutazione del merito di credito delle imprese associate, in quanto il servizio

²⁵ Cfr. Audizione Confapi del 23 giugno 2025, valutazioni sul disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 10, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

²⁶ Cfr. Memoria Assoconfidi del 26 giugno 2025, valutazioni sul disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 5, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

verrebbe, almeno in parte, “esternalizzato” nei confronti di *fintech* partecipate, andando ad alleggerire il carico di lavoro lasciato in capo ai Confidi. Dall’altro, l’utilizzo di strumenti tecnologici e all’avanguardia, che costituiscono il *core business* di tali nuove realtà *fintech*, può sicuramente apportare valore aggiunto in termini di precisione e immediatezza nella valutazione del merito di credito. Ciò in quanto, attraverso una prima scrematura delle imprese cd. “finanziabili” eseguita tramite sistemi automatizzati e sulla base di parametri predefiniti, ciascun Confido potrebbe incanalare le proprie risorse nei confronti delle imprese effettivamente meritevoli ai fini della concessione di finanziamenti o garanzie, con una correlata riduzione dei costi e delle energie in capo al Confido medesimo.

2.7. La costituzione di gruppi rilevanti anche ai fini di vigilanza

Per quanto concerne l’ultimo punto in commento, riguardante la “*costituzione di gruppi rilevanti anche ai fini di vigilanza*”, questo parrebbe riconducibile alla volontà di favorire l’integrazione tra Confidi. In particolare, il tema viene coniugato all’interno dell’art 5 del Disegno di legge annuale sulle PMI, in parte tramite il punto c): “[...] *in particolare a fini di stimolo ai processi di aggregazione dei confidi e di rafforzamento della stabilità del relativo comparto*”; in parte tramite il punto f), il quale riporta: “*favorire l’integrazione interconsortile dei confidi*”.

Pertanto, l’intento del legislatore si muove in una duplice direzione: da un lato l’aggregazione tra Confidi dovrebbe promuovere il rafforzamento da un punto di vista economico dei Confidi coinvolti. Questo fenomeno di aggregazione, come peraltro già sottolineato, è stato messo in atto da tempo, talvolta dettato dalla necessità di sopravvivenza dei Confidi.

Dall’altro, l’integrazione interconsortile dovrebbe agevolare i Confidi – soprattutto le realtà più piccole o meno strutturate – con riguardo all’adempimento degli obblighi di vigilanza, rendendo in tal modo maggiormente efficienti, in chiave infra-gruppo, le attività e le funzioni aziendali dei Confidi che ne fanno parte²⁷. Tale integrazione andrebbe sicuramente a beneficiare tali Confidi, garantendo il rispetto della normativa di vigilanza, che spesso potrebbe

²⁷ Cfr. sul tema Audizione Confapi del 23 giugno 2025, valutazioni sul disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 10, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

comportare un elevato e non sempre efficiente utilizzo di risorse economiche, anche in termini di personale coinvolto.

3. Primi commenti degli “addetti ai lavori” sulla riforma della legge “Confidi”

Come già in parte accennato all’interno dei paragrafi che precedono, a seguito dell’emanazione del ddl che propone la riforma della “legge Confidi”, sono stati depositati molteplici documenti contenenti memorie, valutazioni ed audizioni degli “addetti ai lavori”, che hanno espresso la propria opinione sul progetto di riforma in corso. In particolare, per ciò che concerne il presente lavoro, sarà utile soffermarsi sui commenti pervenuti relativamente all’art. 5 del ddl. In generale, la maggior parte degli attori coinvolti hanno accolto con favore il progetto di riforma, dal momento che, come già più volte ricordato, la disciplina dei Confidi è ormai da tempo considerata obsoleta da parte degli operatori del settore. D’altra parte, sono state espresse anche perplessità, proposte di emendamenti ed integrazioni al ddl.

Nel prosieguo verranno trattati, per macro aree, i commenti dei vari organismi coinvolti, i quali possono fornire spunti per un ulteriore miglioramento e una più efficace riforma del sistema dei Confidi, dal momento che tali proposte provengono direttamente da coloro che quotidianamente operano all’interno o, se non altro, a stretto contatto con i Confidi.

Un primo tema, affrontato da vari operatori del settore, riguarda la revisione dei requisiti per l’iscrizione dei confidi all’albo di cui all’art. 106 TUB (art. 5, comma 1, lett. c) del ddl.). L’obiettivo sarebbe quello di rimodulare il parametro dei volumi delle attività finanziarie uguali o superiori alla soglia dei 150 milioni di euro, requisito necessario per l’iscrizione di un Confidi vigilato all’interno del relativo albo. Infatti, la conservazione nel tempo del requisito dimensionale, legato al volume di attività finanziaria, appare oggi eccessivamente onerosa per i Confidi vigilati. Sul punto, si riscontrano pareri favorevoli dalla maggior parte degli operatori. Si veda, ad esempio, il parere di Assoconfidi²⁸, il quale sottolinea come *“il limite del requisito dimensionale appare oggi non più indicativo”* e che pertanto si rende necessario ed urgente un intervento che renda più coerente l’attuale realtà

²⁸ Cfr. Memoria Assoconfidi del 26 giugno 2025 al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 5, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

operativo-economica dei Confidi vigilati, anche per evitare di essere penalizzati rispetto ad altri intermediari finanziari sottoposti alla vigilanza di Banca d'Italia.

Dello stesso parere appare anche Confapi²⁹, che sostiene come la permanenza dell'albo ex art. 106 TUB da parte dei Confidi vigilati sia essenziale, posto che questi ultimi hanno in più occasioni dimostrato di essere in grado di operare quali intermediari evoluti al servizio delle PMI e che, nonostante una riduzione del volume di attività finanziaria, conservano comunque un'adeguata consistenza patrimoniale e una solida organizzazione interna.

Secondo Asso112 – Associazione Confidi Italiani – l'innalzamento della soglia di iscrizione all'albo di cui all'art. 106 TUB permetterebbe, inoltre, di selezionare i Confidi vigilati più strutturati, favorendo una reale differenziazione operativa e di servizio rispetto ai Confidi 112³⁰.

Appare, invece, contrario il parere dell'Alleanza delle Cooperative Italiane³¹, la quale sottolinea come, nell'attesa di un riordino di più ampio respiro della normativa relativa ai Confidi, degli interventi "d'occasione" potrebbero inficiare la buona riuscita della riforma medesima. Secondo l'Alleanza delle Cooperative Italiane, infatti, tali interventi verrebbero richiesti al Parlamento al fine di modificare solo taluni aspetti della disciplina, ma non avrebbero alcuna giustificazione in termini di politica del diritto. Viene richiesto dall'Alleanza delle Cooperative Italiane, pertanto, che non venga attuato alcun provvedimento immediatamente efficace volto a modificare tra gli altri, i criteri di iscrizione all'Albo ex art. 106 TUB. Tali provvedimenti, secondo l'Alleanza delle Cooperative Italiane, dovrebbero comunque essere attuati "[...] *da un lato, assicurando un adeguato pluralismo del comparto e, dall'altro, prevedendo un idoneo periodo di transizione* [...]".

Ad ogni modo, nonostante i pareri contrastanti sulle modalità di attuazione della revisione dei requisiti per l'iscrizione dei confidi all'albo di cui all'art. 106 TUB, la necessità della sua messa in atto viene uniformemente sentita da tutti gli operatori del settore, soprattutto per superare le disuguaglianze tra i Confidi 106

²⁹ Cfr. Audizione Confapi del 23 giugno 2025, valutazioni sul disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 8, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dtl/full/59139>.

³⁰ Cfr. Audizione Asso112, Valutazioni e proposte sull'art. 5 del 14 luglio 2025 sul ddl annuale PMI (A.S. 1484), pag. 6, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dtl/full/59139>.

³¹ Cfr. Osservazioni dell'Alleanza delle Cooperative Italiane, contributo al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pagg. 5-6, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dtl/full/59139>.

e gli altri intermediari finanziari vigilanti operanti nel settore, i quali non sono vincolati dal rispetto dei predetti parametri di volumi delle attività finanziarie.

Un altro tema sul quale si sono espressi favorevolmente molti operatori del settore riguarda la revisione delle attività esercitabili dai Confidi (art. 5, comma 1, lett. d) del ddl.). Sul punto, il parere di Confapi³² si concentra sull'attività dei Confidi 106 e, in particolare, sostiene che tali Confidi, oltre allo svolgimento dell'esercizio dell'attività di garanzia collettiva dei fidi che deve continuare a caratterizzarli, debbano poter svolgere anche ogni altra attività di prestazione di servizi o di credito, previa autorizzazione da parte di Banca d'Italia prevalentemente nei confronti delle imprese socie. Risulta, inoltre, fondamentale, che i Confidi possano continuare ad esercitare attività di concessione diretta di finanziamenti. Per fare ciò, secondo la Confederazione, è tuttavia necessario liberare l'attività di garanzia collettiva fidi dal "vincolo di prevalenza", affinché i Confidi possano essere economicamente sostenibili e provvedere efficacemente alla facilitazione dell'accesso al credito delle PMI.

Sul punto è intervenuto anche Assoconfidi³³, che ha sottolineato come, conseguentemente all'estendersi della garanzia pubblica, si è registrata una contrazione dell'operatività e redditività dei Confidi. Pertanto, secondo l'Associazione, sarebbe necessario compensare tale fenomeno con un aumento delle attività diverse dalla concessione della garanzia. In questa visione, il concetto di prevalenza dovrebbe essere mantenuto esclusivamente nell'ambito delle relazioni mutualistiche verso i soci, che costituiscono l'elemento caratterizzante dei Confidi quali cooperative a mutualità prevalente.

In senso favorevole si sono espressi anche Confartigianato, CNA e Casartigiani³⁴, i quali sostengono che l'adozione tempestiva di tale misura consentirebbe ai Confidi di rispondere in maniera più adeguata alle nuove e crescenti esigenze di credito e di supporto espresse dalle MPMI. Secondo questi ultimi si rende necessario un intervento urgente direttamente all'interno del ddl in discussione, attraverso la modifica dell'art. 112 TUB, rivedendo anche, di

³² Cfr. Audizione Confapi del 23 giugno 2025, valutazioni sul disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 9, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

³³ Cfr. Memoria Assoconfidi del 26 giugno 2025 al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 4, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

³⁴ Cfr. Documento di osservazioni e proposte di Confartigianato Imprese, CNA e Casartigiani sul ddl annuale PMI (A.S. 1484), pag. 7, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

conseguenza, il contenuto della delega e andando ad elidere il criterio di cui alla lett. d).

In senso contrario, nuovamente, si è espressa l'Alleanza delle Cooperative Italiane³⁵ la quale, similmente a quanto sostenuto in relazione alla proposta di revisione dei requisiti per l'iscrizione all'interno dell'albo ex art. 106 TUB, ritiene che anche tale intervento puntuale e non organico nella disciplina dei Confidi, potrebbe minare la buona riuscita del progetto complessivo di riforma. In particolare, l'ampliamento del perimetro di attività esercitabili dai confidi dovrebbe avvenire avendo riguardo alle caratteristiche operative e alla tipicità dell'oggetto sociale. In tal senso l'Alleanza delle Cooperative Italiane parla di un rilancio del ruolo di "partner dei soci". Si rileva, inoltre, che la predetta Alleanza si è espressa in senso negativo anche relativamente all'attività di erogazione diretta di credito e di finanziamenti; ciò in quanto il riordino della disciplina dei confidi dovrebbe essere *"volto a favorirne l'attività a sostegno delle PMI nel campo della garanzia e dei servizi finanziari"*³⁶, e, pertanto, l'attività di erogazione di credito/finanziamenti andrebbe – sempre secondo l'Alleanza – a snaturare il ruolo dei Confidi medesimi.

Sempre con riguardo alla revisione delle attività esercitabili dai Confidi, un punto di vista interessante è quello espresso da Asso112 – Associazione Confidi Italiani –³⁷ che si concentra non tanto sull'ampliamento delle attività esercitabili dai Confidi vigilati, ma propone più che altro un ampliamento delle attività esercitabili dai Confidi minori, iscritti ai sensi dell'art. 112 TUB. Secondo Asso112, al fine dell'attuazione di una riforma di ampio respiro, è necessario intraprendere un percorso di adeguamento normativo che garantisca che l'azione dei Confidi possa rispondere con tempestività all'evoluzione dei processi economici e finanziari. Secondo Asso112, questo adeguamento risulta quanto più essenziale dal momento che, innegabilmente, i Confidi 112 rimangono, all'interno del contesto nazionale, il maggior presidio di prossimità territoriale nonché di supporto per le PMI. Anche se negli anni è stato messo in atto uno sforzo di valorizzazione del

³⁵ Cfr. Osservazioni dell'Alleanza delle Cooperative Italiane, contributo al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 5, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

³⁶ Cfr. art. 5, comma 1 lett. a) Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

³⁷ Cfr. Audizione Asso112, Valutazioni e proposte sull'art. 5 del 14 luglio 2025 sul ddl annuale PMI (A.S. 1484), pagg. 3 e ss., reperibile al link: <https://www.senato.it/export/ddl/full/59139>.

ruolo di questi intermediari, l'attuale quadro normativo limita ancora le potenzialità di questi ultimi, costringendoli ad un perimetro operativo più ristretto di quello che potrebbero ricoprire³⁸. L'esperienza maturata negli anni da parte dei Confidi 112 ha fatto emergere come, con una maggiore autonomia operativa, accompagnata da un efficace sistema di vigilanza sia in grado di generare benefici tangibili non soltanto per le PMI ma per l'intero tessuto economico nazionale, dal momento che le PMI medesime rappresentano circa il 98% delle imprese italiane.

Asso112 propone, pertanto, di *“ampliare le attività consentite ai confidi minori, puntando su una loro funzione più integrata e innovativa nell'accompagnamento delle imprese, anche attraverso servizi di consulenza, formazione e supporto nella pianificazione degli investimenti e delle iniziative. Una più ampia gamma di operatività consentirebbe ai confidi di rispondere con maggiore efficacia alle esigenze delle PMI, promuovendo l'accesso a strumenti innovativi e sostenendo la crescita attraverso soluzioni su misura”*³⁹. Oltre la mera attività di concessione di garanzie – tipica di questi intermediari – si propone, dunque, di introdurre consulenze personalizzate, una formazione dedicata e assistenza tecnica alle PMI italiane. La proposta sarebbe quella di integrare l'art. 5 del ddl in commento con un espresso riferimento all'ampliamento delle attività dei Confidi 112, oltre a quelle dei già citati Confidi vigilati.

L'ultimo punto sul quale è necessario soffermarsi riguarda l'allargamento della compagine sociale dei confidi a soggetti diversi dalle piccole e medie imprese e dai liberi professionisti (art. 5, comma 1, lett. b) del ddl.). Come già richiamato altrove, sul tema si sono espressi favorevolmente la maggior parte degli operatori del settore, sostenendo che, tramite un allargamento della compagine sociale, in particolare favorendo la partecipazione ad enti che operano nel credito, nella finanza agevolata, nell'innovazione tecnologica o nella consulenza aziendale, i Confidi potrebbero migliorare notevolmente la loro attività di supporto alle MPMI italiane. Questa innovazione non andrebbe comunque ad inficiare lo scopo principale dell'attività consortile, caratterizzato da una prevalente finalità mutualistica, dal momento che non andrebbe a modificare l'oggetto sociale. Non ci si troverebbe di fronte, dunque, ad uno “snaturamento” dell'attività tipica dei

³⁸ Per un approfondimento sul tema delle attività esercitabili dai confidi minori si v. anche S. Balsamo Tagnani e Elena Vittoria Colombo, *Confidi minori: segnalazione di finanziamenti nell'ambito dei servizi connessi e strumentali*, in *Diritto del Risparmio*, fasc. 1/2025.

³⁹ Cfr. Audizione Asso112, Valutazioni e proposte sull'art. 5 del 14 luglio 2025 sul ddl annuale PMI (A.S. 1484), pag. 3, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dcl/full/59139>.

Confidi – come sostenuto da alcuni⁴⁰ –, né della loro *mission* principalmente non lucrativa, ma ad un affiancamento con strumenti ad alta specializzazione e tecnologici, volti a garantire un netto innalzamento del livello qualitativo del servizio prestato dai Confidi nei confronti delle PMI.

Centrale, sul tema, è la proposta condivisa sia da Confapi⁴¹ che da Assoconfidi⁴², riguardante la possibilità per i Confidi di partecipare in società *fintech* per innovare i propri strumenti di valutazione del merito creditizio. Il settore delle *fintech* è relativamente nuovo e in continua evoluzione ed espansione sul mercato, in quanto queste società si fanno portavoce delle rinnovate necessità delle MPMI italiane. Grazie all'elevata esperienza e conoscenza del mercato delle piccole e medie imprese, le *fintech* costituiscono già oggi uno strumento essenziale per supportare le attività dei Confidi nel supporto alle MPMI. L'inserimento all'interno del dettato normativo di un'esplicita autorizzazione alla partecipazione in tali realtà da parte dei Confidi potrebbe sensibilmente rivoluzionare il sistema di *business* attuato dai medesimi nei confronti delle MPMI. I Confidi potrebbero innovare radicalmente la loro operatività, garantendo anche una maggior coerenza soprattutto nell'ambito della valutazione del merito di credito. Ciò comporterebbe sia un beneficio in termini di rapidità di risposta nei confronti delle imprese che effettuano una richiesta di garanzia o di finanziamento, sia in termini di riduzione dei costi di istruttoria per la valutazione del merito creditizio - uno dei punti, tra l'altro, contemplati all'interno del ddl in commento (cfr. art. 5, comma 1, lett. e)) - . Il punto di forza delle *fintech*, infatti, è l'utilizzo di processi interamente digitalizzati che, oltre a basarsi su parametri oggettivi di valutazione, e quindi anche caratterizzati da maggiore coerenza, permettono un minor dispendio di risorse e, di conseguenza, minori costi correlati.

⁴⁰ Cfr. Osservazioni dell'Alleanza delle Cooperative Italiane, contributo al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 5, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dtl/full/59139>. “[...] Anche in materia di assunzione di partecipazioni in altri enti societari si ritiene che la stessa debba essere limitata e vincolata ai soli soggetti coerenti con la natura operativa e l'oggetto sociale mutualistico, proprio dei confidi”.

⁴¹ Cfr. Audizione Confapi del 23 giugno 2025, valutazioni sul disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 10, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dtl/full/59139>.

⁴² Cfr. Memoria Assoconfidi del 26 giugno 2025 al Disegno di legge annuale sulle piccole e medie imprese (A.S. 1484), pag. 5, reperibile al link: <https://www.senato.it/export/dtl/full/59139>.

4. Conclusioni

La riforma del sistema dei Confidi, vista con favore dalla maggior parte degli “addetti ai lavori”, è uno strumento che potrebbe concretamente innovare la disciplina dei Confidi medesimi. In attesa di una revisione a tutto tondo della disciplina, interventi puntuali come quelli inseriti all’interno dell’art. 5 del ddl possono sicuramente costituire un valido punto di partenza. L’adozione tempestiva delle misure proposte sia nel ddl che, soprattutto, nelle memorie ed audizioni degli esperti del settore, consentirebbe ai Confidi di attuare una risposta rapida ed adeguata alle nuove e crescenti esigenze di credito e di supporto delle MPMI italiane.

Una delle esigenze più sentite è sicuramente quella legata alla revisione dei requisiti per l’iscrizione all’albo dei Confidi vigilati, dal momento che attualmente tali requisiti dimensionali costituiscono fonte di disuguaglianza con gli altri intermediari finanziari. In tal senso, le proposte quasi unanimi degli operatori del settore spingono per una immediata revisione di tali requisiti dimensionali, che permetterebbe non solo una maggiore sostenibilità economica dei Confidi vigilati, ma anche un rafforzamento dell’aggregazione tra Confidi, che non verrebbe più messa in atto solo per questioni di mera “sopravvivenza”, ma per rafforzare ed innalzare la qualità del servizio offerto alle imprese da parte dei Confidi coinvolti.

Altra proposta fortemente caldeggiata dagli “addetti ai lavori” riguarda l’ampliamento dell’ambito di attività esercitabili dai Confidi – soprattutto con il superamento della cd. “prevalenza di attività” – che, a parere di chi scrive, andrebbe affiancata alla proposta di superamento delle restrizioni in materia di partecipazioni societarie. In tal modo infatti, i Confidi, di concerto con altri soggetti operanti nel settore (quali, ad esempio, le *fintech*), sarebbero in grado di strutturare ed offrire un ventaglio di prodotti e di servizi molto più ampio e mirato sulla base delle esigenze reali delle imprese. Il vantaggio non riguarderebbe soltanto le MPMI, ma anche una migliore gestione delle risorse che vengono messe a disposizione dallo Stato, Regioni ed Enti locali, con un conseguente beneficio della collettività in generale. Per velocizzare ulteriormente l’attuazione della proposta in discussione, si ritiene addirittura opportuno effettuare un intervento diretto sull’art. 112 TUB – che disciplina le attività esercitabili dai Confidi per l’appunto – senza attendere la messa in atto della delega governativa contenuta nel ddl (art. 5, comma 1, lett. d)).

Come si è visto, non mancano voci fuori dal coro – si veda ad esempio l'opinione dell'Alleanza delle Cooperative Italiane prospettata in più punti nel precedente paragrafo – che sollevano perplessità rispetto agli effettivi vantaggi di un intervento puntuale sulla disciplina e che spingono per attendere una riforma a tutto tondo della stessa. Tale proposta, tuttavia, potrebbe rallentare ulteriormente l'avvio di un cambiamento tangibile nell'operatività dei Confidi, stante la complessità delle variabili che entrano in gioco nell'attuazione di una riforma di così ampio respiro.

In conclusione, dunque, si ritiene opportuno accogliere le proposte degli “addetti ai lavori” relative ad una ulteriore velocizzazione del processo di riforma, tramite interventi diretti e mirati sulla disciplina vigente, soprattutto per gli ambiti appena richiamati. La revisione della disciplina non può più essere posticipata e, ferma la piena condivisione del progetto, si torna a sottolineare come le tempistiche correlate all'attuazione di una riforma organica attuata per il tramite di una delega governativa, non possono far altro che stroncare ulteriormente il potenziale delle MPMI italiane e mettere in secondo piano le esigenze reali dell'economia del Paese.

S.p.A. con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione: un quarto modello di s.p.a. ex art. 2325-bis c.c. in attesa di tipizzazione.

Di Giuliano Graniti

The growing importance of Italian SMEs' access to trading venues other than the regulated markets, and in particular to the MTF of Borsa Italiana Euronext Growth Milan - registered as a growth market for SMEs under the MiFID II Directive - calls for an assessment of the implications that this economic trend has on the traditional categories of Italian Corporate Law.

In this perspective, this paper aims to examine the effects that the admission of shares to trading on a multilateral trading facility has on the issuing company, with specific regard to the legal framework of the latter in the context of the codified system of the "S.p.A." as articulated by the 2003 corporate law reform.

La crescente rilevanza dell'accesso da parte delle PMI italiane alle sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati, e segnatamente all'MTF di Borsa Italiana Euronext Growth Milan, registrato come mercato di crescita per le PMI ai sensi della Direttiva cd. MiFID II, comporta per l'operatore del diritto la necessità di riflettere circa le implicazioni che tale fenomeno della prassi economica determina sulle tradizionali categorie del diritto societario.

In tale prospettiva, il presente contributo si propone di esaminare gli effetti che l'ammissione delle azioni alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione produce per la società emittente, con specifico riguardo al tema dell'inquadramento giuridico di tale società nel contesto della sistematica codicistica della S.p.A. così come articolata dalla riforma del diritto societario del 2003.

SOMMARIO: 1. Introduzione: la negoziazione di azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione. - 2. Lo statuto normativo delle società con azioni negoziate su MTF. - 3. Il riconoscimento di un quarto scalino normativo nella disciplina della società per azioni. - 4. L'opportunità di una piena tipizzazione di tale quarto modello di s.p.a. - 5. Considerazioni di sistema: nuovo vigore ad una categoria in declino. - 6. Considerazioni economiche: l'effettivo ricorso al mercato del capitale di rischio. 7. Riflessione su taluni profili di disciplina. Cenni sull'ordinamento francese. - 7.1. I problemi della nuova assemblea "a porte chiuse". - 7.2. Tipicità delle cause di recesso ex lege e recesso da società costituita a tempo indeterminato. - 7.3. Le azioni a voto plurimo. - 7.4. Il limite quantitativo al buy-back di azioni. - 7.5. Gli spunti provenienti dal Regolamento EGM.

1. Introduzione: la negoziazione di azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione.

La presente dissertazione parte dalla constatazione di un dato ricorrente nel panorama legislativo italiano, ossia l'inadeguatezza dell'ordinamento giuridico a disciplinare con chiarezza e coerenza talune, anche rilevanti, manifestazioni della vita economica. Se la legge è lo strumento per far assumere alla realtà concreta la conformazione meglio confacente con le esigenze di tutela degli operatori del mercato e di incentivazione dei fenomeni virtuosi, allora è necessario che essa riesca a stare al passo con le evoluzioni che si registrano nel contesto economico e sociale che essa presidia.

Negli ultimi anni il mercato mobiliare in Italia, che tradizionalmente ha faticato ad affermarsi come canale di finanziamento per le imprese, complice l'impostazione notoriamente bancocentrica della nostra economia¹, ha assistito, anche sulla scia del contesto normativo ed economico europeo, al fenomeno dell'accesso da parte di un numero considerevole di società alle sedi di negoziazione alternative ai

¹ Va rilevato inoltre che «il limitato accesso delle imprese italiane ai mercati del capitale di rischio riflette anche una cultura d'impresa tradizionale basata sul controllo diretto o indiretto di una persona fisica, cioè l'imprenditore o una famiglia. Il ricorso al capitale di rischio, diluendo la quota di proprietà della famiglia di controllo originaria, potrebbe essere visto come un elemento di rottura all'interno di questa cultura» così lo studio di Assolombarda, *Il Capitale di rischio, priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, 2024, 11 (disponibile all'indirizzo web <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/documenti/capitale-di-rischio-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>).

mercati regolamentati². Il fenomeno in analisi riguarda prevalentemente società di dimensioni contenute, che in Italia hanno trovato nei sistemi multilaterali di negoziazione, e segnatamente in Euronext Growth Milan, MTF di Borsa Italiana³, un ponte d'accesso al pubblico risparmio con l'obiettivo di reperire risorse

² Con l'adozione, nel 2014, della Direttiva 2014/65/EU, cd. MiFID II (acronimo di *Markets in Financial Instruments Directive*) in vigore dal 3 gennaio 2018, il legislatore europeo ha introdotto l'attuale tripartizione delle sedi di negoziazione, che attualmente possono assumere la veste giuridica di mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazioni (cd. MTFs, *multilateral trading facilities*) o sistemi organizzati di negoziazione (cd. OTFs, *organized trading facilities*). Le tre sedi di negoziazione condividono la natura di *sistema multilaterale*, ossia di sistemi che consentono l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari (cfr. art. 4(1)(19), Direttiva MiFID II, e Art. 1, co. 5.bis.1 TUF), e in virtù di essa si distinguono dagli internalizzatori sistematici, ossia imprese di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia[no] per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente, i quali compongono la categoria delle sedi (bilaterali) di esecuzione (cfr. Art. 4(1)(20) Direttiva MiFID II, e Art. 1, co. 5.ter.1 TUF).

La nozione di *sistema di sistema multilaterale* attiene alla loro "composizione interna" minima. Un mercato, cioè, per essere sede di negoziazione ai sensi della MiFID II deve consistere quantomeno in una "serie di regole" che disciplinano aspetti relativi al funzionamento delle negoziazioni che su di esso si svolgono. Eventualmente il sistema può avere anche la componente "tecnica", ossia un complesso di infrastrutture tecnologiche che compongono la concreta piattaforma per il matching degli ordini di acquisto e di vendita, che tuttavia può essere effettuato in outsourcing da un altro soggetto a ciò delegato dal gestore. La *multilateralità*, invece, consiste nella circostanza che tali mercati consentono l'incontro di "interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi", e quindi i partecipanti al sistema sono una pluralità di soggetti indistinti diversi dal gestore del mercato (diversamente da quanto accade negli internalizzatori sistematici).

Ferme queste caratteristiche comuni, peculiare dell'MTF è il *matching* degli ordini di acquisto e di vendita secondo regole non discrezionali. Sia in sede di ammissione degli operatori al mercato, che di abbinamento degli interessi contrapposti, il gestore del mercato deve agire seguendo le regole del mercato, senza momenti di discrezionalità. Tale caratteristica è condivisa dai mercati regolamentati, e non dagli OTF.

Altra caratteristica degli MTF condivisa con i mercati regolamentati riguarda l'oggetto delle negoziazioni, che è ogni tipologia di strumenti finanziari, *equity*, *non-equity* o *equity-like*. L'OTF invece consente la negoziazione solo di strumenti *non-equity*: obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, e derivati (cfr. le definizioni di mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione e sistema organizzato di negoziazione contenute all'interno, rispettivamente, dei n. 21, 22, e 23, par. 1, dell'art. 4 della Direttiva MiFID II. Nel TUF, invece, le definizioni sono contenute rispettivamente all'art. 1, co. 1, lett. *w-ter*, all'art. 1, co. 5-*octies* lett. *a*, e all'art. 1, co. 5-*octies* lett. *b*).

³ Il *mercato di crescita per le PMI* costituisce una sottocategoria del sistema multilaterale di negoziazione, ossia una speciale configurazione che il gestore di un MTF ha la facoltà, e non l'obbligo, sussistendone i presupposti, di far assumere al proprio mercato.

L'ottenimento, da parte di un MTF, della qualifica di mercato di crescita per le PMI è subordinato ad una apposita registrazione in tal senso da parte dell'autorità nazionale, previa verifica del rispetto, da parte del richiedente, dei requisiti specifici ed ulteriori rispetto a quelli previsti dalla disciplina dell'MTF. Il principale requisito che l'MTF deve rispettare è che almeno il 50% degli emittenti i cui strumenti finanziari sono su di esso negoziati siano imprese qualificabili come PMI (senza dunque tenere conto del concreto volume delle negoziazioni).

I mercati di crescita per le PMI sono stati introdotti dal legislatore di MiFID II a fronte dell'opportunità di "facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI) e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti" (cfr. Considerando 132, Direttiva MiFID II).

funzionali alla crescita del *business* a titolo di *equity*, oltre che di ottenere visibilità e un maggiore consolidamento della struttura societaria⁴.

Per gli operatori del diritto, la rilevanza che ha assunto il fenomeno del ricorso da parte delle società italiane alle sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati⁵ comporta la necessità di sviluppare una riflessione critica sugli impatti che la negoziazione su tali *trading venues* comporta sulla disciplina di diritto societario applicabile alle stesse.

L'obiettivo del presente scritto è dunque quello di rispondere ai seguenti quesiti: 1) esiste un *corpus* normativo specifico per le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione tale da condurre a ritenere formato un quarto scalino normativo nella disciplina della società per azioni, e dunque un quarto “modello” di s.p.a.? 2) Nel caso di risposta affermativa, dove occorre collocare tale nuovo modello nel contesto della struttura della società per azioni?

Per rispondere al primo di tali quesiti nel successivo paragrafo si passeranno in rassegna, dandone una breve contestualizzazione, le disposizioni che espressamente, negli anni, sono state rese applicabili, dal legislatore nazionale o europeo, alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito, anche, le “società negoziate”⁶).

⁴ Euronext Growth Milan costituisce oggi il principale MTF operante in Italia, e ha assunto rilevanza dirompente negli ultimi anni. La presenza nel mercato mobiliare italiano di sistemi multilaterali di negoziazione non è, tuttavia, un fenomeno nuovo. Invero, già più di quindici anni fa, venuto meno l'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati ufficiali borsistici, hanno fatto la loro comparsa in Italia due sistemi multilaterali di negoziazione alternativi al principale Mercato Telematico Italiano già prima dell'acquisto di Borsa Italiana da parte di Euronext.

Si trattava dell'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia) e del Mercato Alternativo del Capitale (MAC).

Il primo MTF fu istituito da Borsa Italiana nel 2008 direttamente in seguito alla fusione con il London Stock Exchange, nel quale era già operativo dal 1995 il mercato AIM, dedicato alla quotazione di imprese di piccola o media dimensione.

Il secondo fu fondato nel 2007 da un gruppo di banche e poi ceduto a Borsa Italiana nel 2010. Anche tale mercato era funzionale all'accesso di piccole e medie imprese al reperimento di risorse sul mercato dei capitali, tuttavia quest'ultimo, a differenza del primo, si rivolgeva esclusivamente ad investitori istituzionali.

Dopo l'accorpamento dei due, AIM Italia ottenne dalla Consob (Delibera del 13 dicembre 2017, n. 20218-*bis*) la registrazione come mercato di crescita per le PMI.

⁵ I dati aggiornati al 2025 forniscono una chiara rappresentazione dello scenario appena descritto. Invero, al 31 marzo 2025 risultano quotate sul mercato Euronext Growth Milan 207 società, per una capitalizzazione di mercato complessiva pari a 7,9 miliardi di euro (dati del Report annuale di Borsa italiana “Borsa Italiana per le PMI”, consultabile all'indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁶ Si consenta, a fini espositivi, l'utilizzo di tale abbreviazione tenendo tuttavia presente che essa, al pari delle espressioni “società quotata” e “società diffusa”, se decontestualizzata suggerirebbe l'idea, incorretta, di un'intera società - e non delle sue azioni - oggetto di negoziazione.

Se si arriverà (come si farà) a rinvenire l'esistenza di un *corpus* normativo vero e proprio, allora occorrerà, in primo luogo, interrogarsi sull'opportunità che la società che esso interviene a disciplinare, dunque la *società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione*, riceva una piena tipizzazione e dunque un formale riconoscimento come quarto modello di società per azioni, accanto alla s.p.a. cd. chiusa, a quella quotata e a quella diffusa.

Successivamente, per rispondere al secondo dei quesiti di partenza, ci si soffermerà su una riflessione circa la collocazione da dare a tale nuovo modello societario nel contesto della disciplina della società per azioni, ed in particolare, tenuto conto delle caratteristiche economiche delle società cui esso si applica, se esso vada incluso o meno nella categoria normativa di cui all'art. 2325-*bis* c.c.

Il punto di partenza è costituito, quanto al primo quesito, dalla constatazione che, mentre alle società quotate sui mercati regolamentati è dedicata l'apposita disciplina speciale distribuita fra il Testo Unico della Finanza e il Codice civile, una regolamentazione parimenti sistematica e completa non è prevista per le società negoziate. Quanto al secondo interrogativo, si partirà dall'osservazione che la società con azioni negoziate non risulta inserita nella struttura dei modelli socio-economici della s.p.a. – realizzata ad opera dalla Legge n. 216/1974 e perfezionata dalla riforma del 2003⁷ –, in modo tale da dover essere attualmente considerata inclusa nella categoria delle s.p.a. “chiuse” (salva l'applicazione delle disposizioni dettate *ad hoc*) non essendo inserita nella definizione di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2325-*bis* c.c.

2. Lo statuto normativo delle società con azioni negoziate su MTF.

Il quadro della normativa complessivamente applicabile alle società negoziate ha natura frammentata e disorganica, essendo il frutto di interventi sporadici ed “episodici” da parte del legislatore.

In particolare, le fonti normative che concorrono a comporlo sono diverse. *In primis* vi è il Codice civile, quindi il Testo Unico della Finanza. Ad essi si aggiungono,

⁷ Non incidono sul modello istituzionale della società per azioni, invece, le varie discipline speciali dettate in ragione dello specifico settore di operatività della società, che ha portato, per citarne alcune, a discipline speciali applicabili alle società per azioni esercenti attività bancaria ovvero a quelle nella cui compagine sociale figura un ente pubblico.

per quantità e rilevanza delle disposizioni applicabili, il Regolamento europeo cd. MAR, sugli abusi di mercato, nonché il Regolamento europeo cd. Prospetto e, in sede nazionale, leggi speciali quali il d.lgs. 38/2005.

Volendo fornire una esposizione quanto più “istituzionale” possibile della disciplina, le disposizioni rilevanti verranno raggruppate in base ai profili sui quali essi incidono.

Partendo dalle disposizioni in tema di azioni, l'ammissione delle stesse alla negoziazione su di un MTF (così come su di un mercato regolamentato) comporta per la società l'obbligo di dematerializzazione delle stesse⁸ (art. 83-*bis* TUF), per cui l'emissione e i trasferimenti delle azioni⁹ avvengono mediante le registrazioni contabili risultanti dai conti appositamente aperti presso il depositario centrale Euronext Securities e presso gli intermediari autorizzati¹⁰.

⁸ L'art. 83-*bis* del TUF, come novellato dal d.lgs. 12 agosto 2016, n. 176, dispone che «I valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una *sede di negoziazione* italiana o di altro Paese dell'Unione europea con il consenso dell'emittente possono esistere solo in forma scritturale». Corrispondentemente, il citato d.lgs. n. 176/2016, poi, è intervenuto per modificare il comma 6 dell'art. 2354 c.c., che ai commi precedenti disciplina l'emissione e il contenuto dei titoli azionari per poi far salve, al comma 6, appunto, «le disposizioni delle leggi speciali in tema di strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nelle *sedi di negoziazione*».

L'intervento del legislatore del 2016, finalizzato ad operare un riordino organico della disciplina del *post-trading* adeguando la normativa nazionale alla disciplina europea, ha modificato, negli articoli citati del TUF e del codice civile, la precedente formulazione che faceva riferimento alle negoziazioni «nei mercati regolamentati», con quella attuale che invece prende in considerazione la più ampia categoria delle «sedi di negoziazione», con la conseguenza che l'obbligo di dematerializzazione riguarda oggi le azioni negoziate su una qualsiasi sede di negoziazione, quindi indifferentemente un mercato regolamentato, un MTF o un OTF. Se si considera che il medesimo obbligo di dematerializzazione è previsto anche per le società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, si ricava che su tale fronte le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione sono pienamente allineate con le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ex art. 2325-bis c.c.

⁹ Occorre peraltro dare conto dell'innovazione apportata di recente dalla Legge Capitali (L. 5 marzo 2024, n. 21) in tema di dematerializzazione delle quote di S.r.l.

In particolare, per le PMI costituite come S.r.l., alla già prevista possibilità di emettere categorie di quote dal contenuto liberamente determinabile, ai sensi del co. 2, art. 26, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, il co. 3 della Legge Capitali ha aggiunto la possibilità di emettere le quote di categoria aventi eguale valore e conferenti eguali diritti in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-bis TUF (nuovo comma 2-bis, art. 26 del d.l. citato). A tali quote si applica la disciplina di cui alla sezione I del capo IV del titolo II-bis della parte III, ossia quella in tema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, e l'obbligo di tenere il libro dei soci.

Conseguentemente, le S.r.l. potranno beneficiare dei vantaggi conseguenti dall'emissione e tenuta delle quote in forma scritturale, aprendo un conto emittente presso il depositario centrale e ricevendo un apposito codice ISIN delle quote ivi dematerializzate.

In aggiunta, la Legge Capitali è intervenuta modificando l'art. 100-ter, comma 2 del TUF, rendendo il regime di sottoscrizione e successiva circolazione delle quote di S.r.l. in sede di offerte di crowdfunding alternativo tanto al regime ordinario di cui all'art. 2470 c.c., che a quello di nuova introduzione di cui al d.l. 179/2012.

¹⁰ L'obbligo di dematerializzazione dei titoli azionari si collega all'esigenza di agevolarne la circolazione laddove le stesse siano oggetto di negoziazione su *trading venues*. In tal caso, infatti,

Dalla titolarità delle azioni al settimo giorno anteriore al giorno fissato per l'assemblea dei soci discende la legittimazione del socio all'intervento in assemblea, essendo resa applicabile anche alle società negoziate il sistema della cd. *record date* (art. 83-*sexies* TUF). Nel periodo compreso fra il settimo giorno anteriore all'assemblea e l'assemblea stessa, anche nelle società di cui si discorre i soci acquirenti sono legittimati *ex lege* all'impugnazione *ex art. 2377 c.c.* della deliberazione assembleare non conforme alla legge o all'atto costitutivo adottata con il voto del soggetto dal quale ha acquistato la partecipazione azionaria, e al diritto di recesso in caso di adozione di una delle deliberazioni alla cui adozione il socio non abbia partecipato e che per tale motivano legittimano il recesso *ex art. 2437 c.c.*

In tema di svolgimento delle assemblee sociali, si applica l'art. 83-*duodecies* del TUF, che conferisce alla società il diritto di ottenere dagli intermediari i dati identificativi degli azionisti detentori di partecipazioni superiori allo 0,5 %, e il nuovo art. 135-*undecies*.1 del TUF, che prevede la possibilità per la società di nominare un rappresentante designato incaricato di intervenire in assemblea in luogo degli azionisti, al quale questi ultimi possono conferire delega di voto.

Quanto alle operazioni di aumento del capitale sociale, l'art. 2441 c.c. incide sulla disciplina delle società con azioni negoziate su MTF sotto due profili. Il primo concerne le modalità di collocamento delle azioni di nuova emissione rimaste inoptate, per le quali vige la regola dell'offerta dei diritti di opzione sul mercato regolamentato o sul sistema multilaterale di negoziazione sul quale le azioni della società siano negoziate¹¹. Il secondo attiene ai casi di esclusione del diritto di

emerge per i titolari di azioni la necessità di acquistarle e cederle senza eccessive complicazioni, specie se si considera la variabilità delle condizioni di mercato che influenzano le condizioni di acquisto e di vendita (è sufficiente menzionare, a tal proposito, le tecniche di *algotrading* e di *high frequency trading*, che consentono oggi una circolazione in tempi immediati anche di grandi quantitativi di strumenti finanziari).

Sulle esigenze alla base del superamento del sistema cartolare, si veda fra gli altri F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato Di Diritto Civile E Commerciale Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2020, 1 ss.

¹¹ In particolare, il co. 3 dell'art. 2441 c.c. prevede che «i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato o nel sistema multilaterale di negoziazione dagli amministratori, per conto della società, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, per almeno due sedute, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti».

Invero, l'accesso delle azioni alla quotazione o negoziazione su una *trading venue* presuppone che un numero consistente di soggetti ne siano titolari, e di conseguenza a ciascuno di essi, in assenza della deroga in esame, la società dovrebbe provvedere ad offrire in prelazione l'inoptato. La prelazione dell'inoptato diviene dunque una «lungaggine procedimentale» che merita di essere

opzione, fra i quali vi è anche quello che ammette tale esclusione in caso di società con azioni quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, ma solo nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente e a condizione che la modalità sia prevista dallo statuto e che il prezzo di emissione delle nuove azioni corrisponda al valore di mercato delle azioni confermato da apposita relazione di un revisore legale o una società di revisione legale¹².

In caso di emissioni di obbligazioni destinate alla quotazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, vige la deroga al limite quantitativo dell'emissione di cui all'art. 2412 c.c.¹³ Il presupposto della norma non è che società abbia azioni negoziate, bensì che la specifica emissione di obbligazioni sia destinata alla negoziazione delle stesse su MTF. La *ratio* è che nell'emettere obbligazioni destinate alla quotazione, la società diviene comunque assoggettata agli obblighi informativi (previsti dalla legge e/o dal regolamento del mercato) e ai controlli da parte delle autorità di vigilanza del mercato, sebbene con riferimento alla singola emissione¹⁴.

eliminata. È questa la *ratio* principale della norma in esame (così G. FUMAROLA, *Asta dei diritti d'opzione e prelazione dell'inoptato negli aumenti del capitale delle società quotate*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 6, 2019; A. AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, EDUCatt Università Cattolica, 2013, 74 ss.)

¹² Sulla questione relativa alla motivazione della delibera di esclusione del diritto di opzione, la possibilità che questa si limiti ad addurre la finalità della maggiore diffusione dei titoli sul mercato è dibattuta. Accanto a chi ritiene che tale motivazione sia sufficiente (G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, *Il diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2006), vi è chi rileva che siano necessarie indicazioni ulteriori, che evidenzino l'interesse sociale all'esclusione (G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE (diretto da), *Codice commentato delle S.p.a.*, II, Milano, UTET, 2007, 1289).

¹³ Tale formulazione è peraltro il risultato di un ampliamento soggettivo e oggettivo operato sulla disposizione originaria da parte dell'art. 32, co. 26 del cd. decreto crescita (d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla L. 7 agosto 2012, n. 134). La disposizione introdotta nel 2003, infatti, escludeva l'applicazione dei limiti previsti dal primo comma «all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati».

Vi era dunque una doppia limitazione: la prima concernente il tipo di società ammesse a godere della deroga, ossia solo le società con azioni quotate in mercati regolamentati (limite soggettivo), la seconda concernente la sede di negoziazione sulla quale doveva avvenire la quotazione delle obbligazioni, ossia i soli mercati regolamentati (limite oggettivo).

¹⁴ Così, fra gli altri, A. AUDINO, *Sub art. 2412 – Limiti all'emissione*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società: commento sistematico al D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, II, Padova, Cedam, 1259; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003.

Evidenzia a tal proposito R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni. Art. 2410-2420 ter*, in *Della società per azioni*. Tomo IV, Collana *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli, 2005, 108 ss., che «gli obblighi informativi imposti nei confronti dei risparmiatori, la presenza dell'autorità di controllo con i suoi ampi poteri autorizzativi, interdittivi ed istruttori, la presenza di indici tecnici di riferimento e di specifici meccanismi fanno del mercato regolamentato un quadro di insieme nell'ambito del quale è risultata ultronea la presenza di un limite all'emissione di obbligazioni, giustificandosi così la deroga alla disciplina relativi».

In tema di acquisto di azioni proprie, le società negoziate sono assoggettate all'obbligo di parità di trattamento degli azionisti nell'effettuare l'operazione, dovendo rispettare le modalità di cui all'art. 144-*bis* del Regolamento Emittenti Consob¹⁵ (ad esempio l'attribuzione ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita)¹⁶. In caso di violazione della norma, gli amministratori sono puniti con la sanzione penale di cui all'art. 172 TUF.

Quanto alla disciplina in tema di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti *ex art.* 120 TUF e di partecipazioni reciproche di cui all'art. 121 TUF, essa si applica solo con riferimento alle società emittenti azioni quotate su mercati regolamentati. È stata invece estesa, ad opera della Legge Capitali, anche alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione l'applicazione dell'art. 2341-*ter* c.c. che impone la comunicazione alla società dei patti parasociali esistenti, la loro dichiarazione in apertura di ogni assemblea e la trascrizione di tale dichiarazione nel verbale con conseguente deposito di questo presso l'ufficio del registro delle imprese.¹⁷

¹⁵ Fra queste, vi sono: l'offerta pubblica di acquisto o di scambio; dell'attribuzione ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita da esercitare entro un periodo di tempo stabilito; la negoziazione sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione secondo modalità operative stabilite nei regolamenti di organizzazione e gestione dei mercati stessi, che non consentano l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita.

¹⁶ Non essendo le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione ricomprese all'interno della nozione di cui all'art. 2325-*bis* c.c., esse non sono assoggettate al limite dell'ammontare massimo dell'operazione, di cui all'art. 2357, co.3 c.c., risultando invece allineata alle società cd. chiuse che risultano, invece, prive di vincoli in tal senso.

¹⁷ È stato evidenziato in dottrina come tale disposizione abbia una portata diversa da quella suggerita dalla rubrica («Pubblicità dei patti parasociali»), e, secondo alcuni non rispettosa in toto della legge delega in base alla quale essa è stata introdotta (si vedano G. A. RESCIO, *Dei patti parasociali*, in *Riv. società*, 2002, 1461; R. COSTI, *I patti parasociali nella nuova società a responsabilità limitata*, in V. SANTORO (a cura di), *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2003, 315). La norma è stata infatti introdotta nell'ambito della riforma del 2003, attuata dal Governo sulla base della legge di delega 3 ottobre 2001, n. 366, il cui art. 4, co. 7, lett. c) disponeva che fosse prevista una disciplina dei patti parasociali che assicurasse «il necessario grado di trasparenza attraverso forme adeguate di pubblicità».

Invero, una vera e propria forma di pubblicità, ossia di informazione a favore anche di soggetti non soci, è garantita solo dal deposito nel registro delle imprese, che ha ad oggetto, peraltro, la sola dichiarazione fatta in assemblea, e non il patto parasociale in quanto tale.

Tale dichiarazione, per dottrina concorde (fra gli altri, G. SBISÀ, *Art.2341-bis – Art. 2341-ter*, in F. GALGANO, P. ZANELLI, G. SBISÀ, *Società per azioni*, Bologna, Zanichelli, 2006, 268 ss.; G. A. RESCIO, M. SPERANZIN, *Sub art.2341-bis*, in D. U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Della società – dell'azienda – della concorrenza*, in E. GABRIELLI (a cura di), *Commentario del codice civile*, Torino, UTET, 2015, 750), non può limitarsi ad enunciare la semplice esistenza del patto, né è necessario che ne riporti l'intero contenuto, potendo consistere in una «sintesi più corporosa». È tale sintesi che dunque dovrà essere riportata nel verbale d'assemblea (a cura del segretario verbalizzante in solido con il presidente dell'assemblea), e resa pubblica - tramite deposito del verbale - nel registro delle imprese.

Venendo alla disciplina sul bilancio, si segnala che per effetto della Legge Capitali, le società negoziate sono ammesse a redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS), così da rendere comparabili i dati di bilancio, nell'ottica di agevolare gli investimenti esteri, facilitandoli nel processo di valutazione della situazione finanziaria della società¹⁸.

Per quanto concerne la disciplina in tema di appello al pubblico risparmio, fermo restando che sul mercato Euronext Growth Milan nella maggior parte dei casi, almeno in sede di primo collocamento, non si rientra nei parametri previsti dalla normativa europea per la redazione e pubblicazione del prospetto, in quanto l'offerta di titoli avanzata contestualmente all'ammissione alle negoziazioni è tendenzialmente rivolta esclusivamente a investitori istituzionali (lo stesso vale per l'altro MTF primario, Vorvel Equity), è ben possibile che laddove ricorrano i presupposti per la pubblicazione di un prospetto informativo, anche le società negoziate siano tenute a tale adempimento.

Il Regolamento Prospetto, in un'ottica di incentivazione del ricorso al mercato dei capitali da parte delle società meno strutturate, ha previsto la possibilità di redigere un prospetto semplificato denominato Prospetto UE della crescita (art. 15)¹⁹, che comporta oneri inferiori per la società tenuta alla redazione. Tale prospetto può essere redatto da emittenti PMI, o comunque da società anche non PMI che abbiano titoli che sono o saranno negoziati in un mercato di crescita per

¹⁸ Si può ritenere che, in realtà, già prima della Legge Capitali le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione fossero ammesse ad adottare i principi IAS/IFRS, a condizione che superassero le soglie di cui all'art. 2435-bis c.c. In particolare, esse potevano essere ricomprese nelle società di cui alle lettere f) e g) di cui all'art. 2, d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, richiamate ai successivi articoli 2-bis, 3 e 4, nel senso di ammetterle alla *facoltà* di redigere i bilanci secondo i principi contabili internazionali. Così anche G. STRAMPELLI, *Art. 5 – Estensione alle società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di) *Commentario alla Legge Capitali. Collana i commentari di giurisprudenza e dottrina*, Pisa, Pacini Editore, 2024, 26

Del resto, in tal senso si era orientata anche la prassi del mercato di crescita per le PMI *Euronext Growth Milan*, il cui regolamento del mercato ammetteva le società in esse quotate a redigere i bilanci secondo i principi contabili italiani o i principi IAS/IFRS - Cfr. Art. 19, Regolamento Emittenti *Euronext Growth Milan* (disponibile in versione aggiornata al sito <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>), che testualmente dispone che «Il bilancio redatto secondo questo articolo deve essere preparato e presentato in conformità con: - i Principi Contabili Italiani; o - i Principi Contabili Internazionali; o - i US Generally Accepted Accounting Principles.»

¹⁹ Tale approccio è stato confermato ed approfondito dal citato Regolamento Listing Act, che è intervenuto abrogando l'art. 15 del Regolamento Prospetto e inserendo nello stesso un nuovo art. 15-bis rubricato *Prospetto di emissione UE della crescita* (Cfr. Art. 1, rispettivamente par. 13 e 14 Reg. Listing Act). Le modifiche entreranno in vigore a partire dal marzo 2026.

le PMI, a condizione che tali emittenti abbiano una capitalizzazione di borsa media inferiore a 500 milioni di euro.

Dall'ammissione alla negoziazione su una sede di negoziazione discende, infine, che l'assoggettamento agli obblighi di cd. informazione continua, ossia alla comunicazione al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17 MAR. Si tratta delle informazioni non pubbliche, concernenti, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se rese pubbliche potrebbero avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari

Il sistema degli obblighi connessi all'informazione societaria trova ulteriore rafforzamento nei poteri riconosciuti dall'art. 115 TUF in capo alla Consob, che può richiedere agli emittenti una serie di documenti e informazioni, nonché di svolgere verifiche e ispezioni presso gli stessi, e sono giustificati dalla finalità di «vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico».

3. Il riconoscimento di un quarto scalino normativo nella disciplina della società per azioni.

A tale punto della trattazione occorre chiedersi, preso atto della conformazione normativa *de iure condito* analizzata, in quale misura essa possa considerarsi sufficientemente adeguata al fenomeno dell'accesso da parte delle società italiane ai sistemi multilaterali di negoziazione, e rispondere al primo dei due quesiti di partenza concernente la possibilità di riconoscere formato un quarto scalino normativo, e dunque un quarto modello di s.p.a., nel contesto della disciplina della società per azioni.

La riflessione su tali punti non può prescindere, in quanto su di esse si fonda, dal fornire una breve digressione sulle premesse teoriche alla base dell'attuale struttura normativa della società per azioni.

Il codice civile ha inteso costruire il sistema delle società incanalando le stesse in precisi “schemi” legali, ossia nei *tipi*²⁰. Le società, ai sensi dell'art. 2249 c.c., devono

²⁰ Alla luce dell'impiego che, all'interno del codice civile, il legislatore fa del termine “tipo”, si può ritenere che esso sia da intendere come strumento mediante il quale «coerentemente con le caratteristiche di generalità e astrattezza tendenzialmente proprie dell'attività nomopoietica, viene identificato un insieme omogeneo di fenomeni costituenti una classe». In tali termini, G.

costituirsì secondo uno dei tipi da rinvenirsi all'interno del codice stesso, i quali, dunque costituiscono un *numerus clausus*²¹ fra i quali i (futuri) soci possono scegliere. Il sistema delle società è, dunque, un sistema chiuso, come chiuso è, ad esempio, il sistema dei diritti reali²². In tal modo, l'origine essenzialmente contrattuale delle società²³, viene privata, in ragione del disposto dell'art. 2249 c.c., di uno dei punti di disciplina alla base di ogni negozio giuridico, ossia il principio di autonomia negoziale, sancito in materia contrattuale dall'art. 1322 c.c.²⁴.

Nel corso degli anni la compattezza della disciplina della società per azioni è stata scorporata – per effetto della L. 7 giugno 1974, n. 216 e segnatamente del D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 – in una serie di *scalini normativi*, cui accedono le s.p.a. in relazione al ricorso che fanno al mercato del capitale di rischio, articolando la disciplina in una serie di cerchi concentrici²⁵.

ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma* in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da) *Il Nuovo Diritto delle Società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, UTET, 2006, 58.

²¹ La dottrina è stata tendenzialmente concorde nel riconoscere che i tipi di società costituiscono un *numerus clausus*. Fra i più risalenti, A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 13; G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (a cura di) *Tratt. dir. civ.*, vol. X, t. 3, 73. Napoli, 1963, 73; P.G. JAEGER, F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 1982, 9.

²² D. GIORDANO, *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali* in T. ASCARELLI (fondato da) e A. GAMBINO, B. LIBONATI (a cura di) *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 93.

²³ È infatti un contratto, il contratto di società di cui all'art. 2247, collocato significativamente in apertura del Titolo V (Delle Società) del Libro V, quello con il quale due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili. Un contratto di una tale natura realizza, e la dottrina è ormai tendenzialmente concorde sul punto, un contratto associativo o con comunione di scopo. L'esercizio in comune di una attività economica, infatti, porta a ritenere che uno e comune sia l'avvenimento che soddisfa l'interesse di tutti i contraenti (A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, Morano, 1962-1963, 31), rimanendo minoritaria e superata la tesi di chi sostiene la diversità e la contrapposizione degli interessi dei soci negando così la natura contrattuale della società (L. MOSSA, *Trattato del nuovo Diritto commerciale. Vol. II: società commerciali personali*, Padova, CEDAM, 1951-1957, 200 ss.).

²⁴ A. BERTOLOTTI, *Disposizioni generali sulle società*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di Diritto Privato*, 16, Torino, UTET, 2009, 175 rinviene peraltro nella inammissibilità di società atipiche non già una deroga al principio di autonomia negoziale, bensì una applicazione del secondo comma del citato articolo 1322 c.c., per cui la costituzione di una società atipica sarebbe per volontà di legge presuntivamente ritenuta inidonea a realizzare gli interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico che possono giustificare, ai sensi di tale disposizione, la conclusione di contratti atipici.

²⁵ Il cerchio principale si compone delle disposizioni applicabili a tutte le società per azioni, in quanto tali. Tale cerchio contiene al suo interno il gruppo delle società cd. chiuse e quello delle società che, invece, fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (cd. aperte). Quest'ultimo a sua volta contiene gli insiemi delle società quotate sui mercati regolamentati e quello delle società emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Ciascuno di tale cerchio corrisponde, fuor di metafora, ad un diverso "statuto normativo" della società, tale per cui sono previste disposizioni generali per tutte le s.p.a., disposizioni specifiche per le società cd. chiuse, altre specifiche per le s.p.a. che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e quindi sia per quelle con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante sia per quelle quotate su mercati regolamentati, ed infine disposizioni dettate con specifico riferimento a ciascuna di queste due. Così A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario Breve al Diritto delle Società*, Padova, CEDAM, 2017, 246.

In particolare, con la riforma del diritto societario del 2003 è stato introdotto il modello della s.p.a. cd. “aperta”²⁶, ossia, secondo la definizione fornita dall’art. 2325-bis c.c., della *società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio*, che si scompone nella società con azioni quotate in mercati regolamentati e nella società emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

Quanto alla prima, la norma considera espressamente la sola *quotazione su mercati regolamentati*. Per quanto la nozione di *mercato regolamentato* qui rilevante abbia sollevato fondati dubbi²⁷, anche in ragione della mancanza di una sua definizione nel codice civile, non si può non sostenere che l’art. 2325-bis c.c. si riferisca unicamente a tale tipologia di sede di negoziazione, escludendo, così, quelle che, secondo l’originaria sistematica del T.U.F., erano denominate *mercati non regolamentati* e che oggi costituiscono le sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, ossia, appunto, i *sistemi multilaterali di negoziazione* e i *sistemi organizzati di negoziazione*²⁸.

Per *società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante* si intende, invece, la società che rispetta una serie di requisiti oggi indicati all’art. 2325-ter²⁹. La norma

Se si vuole, il sistema della società per azioni (ma in generale, il sistema dei tipi e sotto-tipi costruito dalla riforma del diritto societario del 2003) può vedersi strutturato in raggruppamenti che costituiscono, contestualmente *genus* e *species* rispetto ad altri (Così G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma* in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da) *Il Nuovo Diritto delle Società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, UTET, 2006, 58). Il (singolo) tipo societario (ad es., la S.p.a.), infatti, può costituire un *genus* nel quale sono ricomprese una pluralità di sotto categorie (ad es., i modelli di s.p.a. ricompresi all’interno dell’art. 2325-bis), ma a sua volta costituisce (a seguito della tipizzazione della categoria ad opera della riforma del 2003) *species* del *genus* “società di capitali”, nonché, a monte, *species* del *genus* del (generale) tipo “società” di cui all’art. 2249 c.c. Quest’ultimo, del resto, costituisce a sua volta *species* del *genus* “contratto”, in ragione della natura contrattuale ad esso conferita dall’art. 2247 c.c.

²⁶ Più in generale, la riforma del diritto societario del 2003 ha inteso costruire un quadro normativo in tema di società di capitali il cui intento era quello di mettere a disposizione dei privati una serie di strutture societarie, fra le quali scegliere quella che maggiormente si adattasse alle specifiche esigenze dell’impresa, costituendo i vari modelli di società di capitali un *continuum* avente come punto di partenza la società a responsabilità limitata e punto di approdo, quanto a complessità e discipline applicabili, la società con azioni quotate. Si veda sul punto P. MARCHETTI, *Introduzione. Un breve quadro dell’evoluzione della disciplina delle società quotate e le sue prospettive future*, in VENTORUZZO M., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, 2024, 6.

²⁷ Si veda V. DONATIVI, *Trattato delle Società, Tomo II*, 2022, p. 53. Occorre, per ottenere una definizione di *mercato regolamentato*, far riferimento all’art. 63 T.U.F.

²⁸ L’esclusione dalla fattispecie di cui all’art. 2325-bis c.c. per le società emittenti strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione si fonda, dunque, non già sulla categoria di strumenti finanziari negoziati, che sono in entrambi i casi azioni, bensì dal tipo di struttura sulla quale si svolge la negoziazione.

²⁹ L’articolo 2325-ter è stato introdotto ex novo dall’art. 4, comma 3, lettera a) della L. 5 marzo 2024, n. 21 (cd. Legge Capitali), e ripropone con poche modifiche il previgente art. 2-bis del Reg. Consob cd. Emittenti, n. 11971 del 1999.

espressamente esclude che possa considerarsi società emittente azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante le società le cui azioni sono quotate su mercati regolamentati italiani, ammettendo dunque che una società emittente azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione ovvero quotate su mercati di crescita per le PMI possano essere contestualmente considerate emittenti azioni diffuse laddove ne ricorrano i presupposti sopra menzionati. In tali casi, la società si riterrà facente ricorso al mercato del capitale di rischio, e sarà assoggettata alla relativa disciplina³⁰.

Dall'inquadramento teorico del sistema della società per azioni sopra brevemente delineato si ricava che con la riforma del diritto societario del 2003 il legislatore italiano abbia dimostrato la sua disponibilità ad abbandonare la rigidità del *tipo* della società per azioni, in favore di modello "flessibile", composto di più declinazioni in grado di assecondare le esigenze dei soci e dell'impresa.

Invero, già il legislatore del 2001, nel delegare il governo ad operare una riforma organica del diritto societario, realizzata con il noto d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, proponeva la delineazione di «un modello di base unitario [di società per azioni] e le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio»³¹. La riforma attuativa del decreto citato ha coerentemente

In particolare, La "misura rilevante" della diffusione delle azioni sussiste allorquando la compagine sociale si componga di più di cinquecento azionisti titolari ciascuno di partecipazioni inferiori al 3 per cento del capitale. Il primo requisito è quindi una frammentazione del capitale sociale fra un numero consistente di soci, titolari però di partecipazioni di valore particolarmente ridotto. Allo stesso tempo, è necessario che tali azionisti, sebbene ininfluenti se considerati singolarmente, abbiano una propria rilevanza come gruppo, in quanto ulteriore requisito previsto è che essi detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale pari o superiore al 5 per cento. L'ultimo requisito attiene alla società, la quale deve essere di non piccole dimensioni, ossia non rientrare in almeno due dei tre parametri per la redazione del bilancio in forma abbreviata di cui al primo comma dell'articolo 2345-bis c.c. Ciò implica avere un totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore ad Euro 5.500.000, ricavi delle vendite e delle prestazioni superiore ad Euro 8.800.000 o almeno 50 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

³⁰ Al 27 marzo 2024 (data a partire dalla quale sono venuti meno gli obblighi di comunicazione alla Consob delle società diffuse per effetto dell'entrata in vigore della legge n. 21 del 5 marzo 2024), le società contestualmente qualificate come emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (in totale 57) e quotate su Euronext Growth Milan (complessivamente 210) risultavano 19, ossia:

Alfio Bardolla Training Group S.p.a.; Allcore S.p.A.; Confinvest F.L. S.p.A.; Directa SIM S.p.A.; Ediliziacrobatica S.p.A.; Franchi Umberto Marmi S.p.A.; Esautomotion S.p.A.; Gibus S.p.A.; Grifal S.p.A.; Health Italia S.p.A.; Illa S.p.A.; Innovatec S.p.A.; Intred S.p.A.; Neosperience S.p.A.; Prismi S.p.A.; Racing Force S.p.A.; Sciuker Frames S.p.A.; Trawell co S.p.A.; Vantea Smart S.p.A.; Villa d'Este S.p.A.

Quasi tutte le società menzionate sono state iscritte nel registro delle società diffuse dopo il processo di quotazione su EGM (fa eccezione, ad esempio Confinvest S.p.A.).

³¹ Art. 4, co.1, Legge 3 ottobre 2001, n. 6.

costruito il nuovo impianto societario secondo l'appena menzionata *ratio* di progressiva riduzione dell'autonomia statutaria in ragione del ricorso che la società fa al mercato del capitale di rischio, ossia in ragione della sua "apertura"³². La linea che ha ispirato la riforma fu quella di introdurre modelli flessibili, «con un tasso di imperatività crescente man mano che l'attività di impresa si muove verso forme più complesse e aperte, in cui si avverte maggiormente l'esigenza di tutela dei terzi»³³.

Tale approccio consente di affermare che una volta che si sia costruito, spontaneamente, un nuovo statuto normativo, laddove questo si riconnetta a manifestazioni nuove del fenomeno societario, non sia irragionevole, e anzi la "flessibilità" della disciplina lo consente, ipotizzare l'introduzione di un nuovo modello tipizzato di S.p.A.

La menzionata flessibilità del sistema dei tipi societari, unita alla già presente e consistente presenza di disposizioni in tema di società negoziate, conduce a ritenere che formato un *corpus* autonomo di disciplina che, per numero e rilevanza delle disposizioni che lo compongono, può ritenersi formare un nuovo (quarto) scalino normativo nel contesto della disciplina della società per azioni, idoneo differenziare tale modello societario rispetto agli altri tre.

4. L'opportunità di una piena tipizzazione di tale quarto modello di s.p.a.

Dopo aver riconosciuto la sussistenza di un vero e proprio statuto normativo della società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, e aver prospettato l'astratta possibilità che questa venga riconosciuta come nuovo (quarto) "modello" di società per azioni, occorre riconoscere che ciò che si ha davanti è uno scalino normativo privo di un proprio modello tipizzato di riferimento.

Tale circostanza solleva il secondo quesito posto in apertura della presente trattazione. Dove si colloca tale quarto modello di s.p.a. nel contesto della struttura normativa della società per azioni? A monte di tale quesito, tuttavia, se ne pone un altro, che ne costituisce il presupposto, avente ad oggetto la necessità di una piena

³² Così C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali – Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, 18 ss.

³³ Cfr. Relazione al progetto Mirone, sub art. 1, punto 5.

tipizzazione di tale modello, ossia una sua formale istituzionalizzazione in una norma definitoria, al pari di quanto accade per gli altri due modelli di cui all'art. 2325-*bis* c.c., che valga a differenziarlo dalla s.p.a. cosiddetta “chiusa”.

L'attuale incoerenza del sistema complessivo del codice civile, che ha costruito un *corpus* normativo applicabile ad un modello di riferimento non tipizzato, si ritiene che vada quanto prima superata, alla luce delle note esigenze di certezza del diritto, coerenza sistematica e uniformità applicativa. Invero, tale intervento andrebbe nella direzione di costruire un quadro normativo chiaro e prevedibile, e così in grado di garantire un maggior livello di tutela in favore di tutti gli operatori del mercato.

Del resto, sul punto, va rilevato un andamento incoerente del legislatore italiano nel dimostrare, da un lato, di avere contezza del fenomeno della negoziazione su MTF, non mancando di disciplinarne alcuni profili nelle disposizioni menzionate nei paragrafi precedenti, e, d'altra parte, continua a negare un formale riconoscimento di tale realtà societaria la cui disciplina va ricostruita andando ad individuare le disposizioni che la menzionano ovvero affidandola ai regolamenti di mercato.

Dopo aver riconosciuto la sussistenza di un vero e proprio statuto normativo della società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, e aver prospettato l'astratta possibilità che questa venga riconosciuta come nuovo (quarto) “modello” di società per azioni, dunque, occorre passare in rassegna le ragioni di opportunità che fondano un tale intervento, nonché le considerazioni circa le modalità con le quali si ritiene che esso vada realizzato.

Ebbene, per le riflessioni che verranno di seguito esposte, in tale sede si intende proporre l'inclusione della categoria societaria in esame nella fattispecie delle *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, di cui all'art. 2325-*bis* c.c. Si tratterebbe, invero, di una soluzione che parrebbe rispecchiare la caratteristica economica comune delle società con azioni negoziate su MTF e quella delle società cd. aperte, ossia l'ingresso nella compagine sociale di un novero indistinto di investitori, e la successiva negoziazione agevolata delle azioni, che ne incentiva la liquidità.

Spostando l'attenzione sul piano del diritto, si ritiene che ad un tale allineamento del funzionamento economico di tali società dovrebbe corrispondere una parificazione delle rispettive discipline di fonte legale.

Come più volte ricordato, l'art. 2325-bis c.c. è stato introdotto dal legislatore nel contesto della riforma del diritto societario operata nel 2003.

È noto che, mentre la disciplina delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante venne introdotta *ex novo* in quella sede, quella delle società quotate su mercati regolamentati costituiva in verità un *corpus* di normativa speciale già contenuta all'interno del TUF (e prima, nella L. n. 216/1974)³⁴.

L'introduzione di una disciplina speciale per le società quotate, e, nel 2003, per la categoria generale delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, è stata funzionale ad evitare che le conseguenze di una *deregulation* fossero una *race to the bottom* in luogo di una virtuosa *race to the top*, e ciò è stato ottenuto mediante l'introduzione di forme di limitazione dell'autonomia statutaria³⁵, compatibilmente con l'opposta esigenza di evitare che l'eccessiva regolamentazione costituisse un disincentivo al ricorso al mercato del capitale di rischio.

Per tali società "aperte", infatti, emergeva l'esigenza di favorire la fiducia degli investitori verso tale forma di investimento e così, di riflesso, quella di incentivare un costante e affidabile afflusso di risorse finanziarie in tali società. In tal modo, la legge ha tentato di dare attuazione alla prescrizione di rilievo costituzionale, per la quale «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio *in tutte le sue forme*» (art. 47,

³⁴ Si rileva peraltro in dottrina che «lo studio della società per azioni quotata è stato tradizionalmente inteso come l'esplorazione di una "provincia separata dall'impero". L'assenza (iniziale) di un *corpus* organico di regole, l'elevato tecnicismo della disciplina, uniti allo scarso sviluppo del mercato finanziario italiano avevano infatti relegato lo studio della società quotata in un ambito tutto sommato marginale» così, testualmente, P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in O. CAGNASSO, L. PANZANI, *Le nuove s.p.a.*, II, Bologna, Zanichelli, 2010, 1805 ss.

³⁵ R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in M. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Collana *I Quaderni della Rivista di diritto civile*, Padova, Cedam, 2004, 161 ss.

Favorevoli a una regolamentazione forte della quotazione, D. CASADEI, *La riforma della disciplina delle società con azionariato diffuso (considerazioni sulle proposte di adeguamento)*, in *Riv. soc.*, 1998, 918 ss.; G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 261 ss.

Di contrario avviso, e favorevole a un rafforzamento dell'autonomia statutaria, salvo uno «zoccolo duro di controlli», è P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 149, il quale sostiene che il mercato sarebbe stato in grado autonomamente di valutare le scelte dell'autonomia statutaria e discernere in base a queste le società meritevoli di investimento.

co. 1 Cost.), e deve favorire «l'accesso del risparmio popolare [...] al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»³⁶.

Ciò che ha portato il legislatore del 2003 ad introdurre un ulteriore scalino normativo fra le società chiuse e, ancora di più, quelle quotate è stata la giusta considerazione che anche nello stadio di raccolta di capitale di rischio dagli investitori, sebbene ancora al di fuori della quotazione, emergano interessi di tutela ulteriori rispetto a quelli connessi al fenomeno societario “chiuso”. In particolare, la raccolta di capitali fra il pubblico dipende da un'adeguata disciplina di protezione del socio investitore, in primo luogo riguardante la configurazione del rapporto sociale fra questo e la società *target*³⁷.

D'altra parte, i fenomeni sottesi alle diverse forme di ricorso al mercato del capitale di rischio presentano indubbiamente profili di sovrapposibilità³⁸.

Nello specifico, in primo luogo, vi è l'esigenza di tenere conto della presenza nella società di soci-risparmiatori, i quali tendenzialmente sono titolari di partecipazioni estremamente ridotte nel capitale della società. Ciò comporta da un lato che essi di regola non partecipino alla gestione della società, e che quindi i pochi soci-imprenditori siano di fatto padroni della società, e d'altro lato che occorra conferire effettività agli strumenti di tutela societari della propria posizione di azionista parametrati alla esiguità della loro partecipazione.

Da ciò discende, a cascata, l'esigenza di prendere in considerazione il fenomeno della gestione societaria da parte di pochi azionisti imprenditori, che agevolati dall'abbassamento delle soglie per prendere le decisioni in assemblea, assumono di fatto la gestione della società a fronte di un rischio assunto decisamente non proporzionale.

³⁶ Sul tema della configurazione delle norme di diritto societario quali espressione dell'articolo 47 Cost., laddove esse siano poste a presidio degli interessi dalla norma citata tutelati, si veda R. COSTI, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca Impresa Società*, 3/2018, 393 ss. il quale evidenzia che « la tutela costituzionale prevista dall'art. 47 concerne tutti i settori economici sui quali viene impiegato il risparmio. Non solo, a me pare che quella tutela concerna anche il risparmio raccolto direttamente dalle imprese, senza passare per gli intermediari finanziari, e che, quindi, anche le norme del diritto societario rientrino nell'ambito di quelle previste dall'art. 47. »

³⁷ G. VISENTINI, *Sub. Art. 2325*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 25 ss., sebbene con specifico riferimento al fenomeno della quotazione sui mercati regolamentati.

³⁸ A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2023, 298 ss.

Dal generale disinteresse dei soci risparmiatori alle dinamiche societarie, e segnatamente alla partecipazione in assemblea, discende l'esigenza, questa volta *della società*, di agevolare il raggiungimento del *quorum* per la costituzione dell'assemblea, la cui attività non può venire "congelata" per il costante mancato raggiungimento della soglia minima di partecipazione.

Tali fenomeni, in ragione della destinazione di parte del capitale sociale alla negoziazione o anche quotazione su sistemi multilaterali di negoziazione, non possono non ritenersi potenzialmente emergenti anche nell'ambito delle società con azioni su tali sedi negoziate.

Profili di comunanza degli interessi di tutela emergono sicuramente con chiarezza se si compara l'accesso ai mercati regolamentati e quello ai sistemi multilaterali di negoziazione, dal momento che entrambi offrono servizi di *listing* e *trading*. Tuttavia, a ben vedere, una pari vicinanza si rinviene anche fra la diffusione delle azioni nelle società diffuse e la negoziazione sui sistemi multilaterali.

Ciò emerge specie se si considera che anche nelle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, sebbene diffusione e successiva negoziazione delle azioni debbano considerarsi concetti indipendenti, essi sono in ogni caso in concreto legati, e che anche nella categoria di società menzionata, il "pubblico" presso il quale sono diffuse le azioni è sia quello degli investitori *retail*, sia quello degli investitori istituzionali³⁹.

Ora, se si condivide un'autorevole ricognizione delle esigenze di tutela che emergono in relazione, in generale, al ricorso al mercato del capitale di rischio⁴⁰, si conclude che esse siano certamente condivise anche dalle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, nonché dai soci di questi, dagli investitori e dal mercato.

In particolare, in relazione a tutte queste società, vi è l'esigenza di tenere conto della presenza nella società di soci-risparmiatori, i quali tendenzialmente sono titolari di partecipazioni estremamente ridotte nel capitale della società. Ciò comporta da un lato che essi di regola non partecipino alla gestione della società,

³⁹ M.L. VITALI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. NOTARI (a cura di) *Costituzione – Conferimenti*, collana P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretta da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 55 ss.

⁴⁰ A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2023, 298 ss.

e che quindi i pochi soci-imprenditori siano di fatto padroni della società, e d'altro lato che occorra conferire effettività agli strumenti di tutela societari della propria posizione di azionista parametrati alla esiguità della loro partecipazione.

Dal generale disinteresse dei soci risparmiatori alle dinamiche societarie, e segnatamente alla partecipazione in assemblea, discende l'esigenza, questa volta *della società*, di agevolare il raggiungimento del *quorum* per la costituzione dell'assemblea, la cui attività non può venire "congelata" per il costante mancato raggiungimento della soglia minima di partecipazione.

Da ciò discende, a cascata, l'esigenza di prendere in considerazione il fenomeno della gestione societaria da parte di pochi azionisti imprenditori, che agevolati dall'abbassamento delle soglie per prendere le decisioni in assemblea, assumono di fatto la gestione della società a fronte di un rischio assunto decisamente non proporzionale.

Tali fenomeni, in ragione della destinazione di parte del capitale sociale alla negoziazione o anche quotazione su sistemi multilaterali di negoziazione, non possono non ritenersi potenzialmente emergenti anche nell'ambito delle società con azioni su tali sedi negoziate, da cui discende la necessità, anche in tali società, di tutelare da un lato i risparmiatori, sia attuali, sia potenziali, e d'altro lato le società, per quanto concerne il loro interesse ad attingere risorse a titolo di capitale di rischio, evitando così l'oneroso ricorso al canale bancario⁴¹, in linea con il dettato costituzionale (citato art. 43).

Non sarebbe irragionevole, al fine di consentire la tutela degli interessi appena menzionati, percorre la strada dell'applicazione a tali società dello statuto normativo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ossia, in concreto, dello statuto delle società diffuse, per le quali il comma 2 dell'articolo 2325-*bis* c.c. non fa riferimento ad alcuna ulteriore normativa derogatoria speciale anche esterna al codice, vigente invece per le quotate sui mercati regolamentati⁴².

⁴¹ La ricognizione degli interessi sottesi alla disciplina societaria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, che nel testo si ritengono condivisi anche dall'eventuale estensione della medesima alle società con azioni negoziate su MTF, è ripresa da F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale. Volume III. L'impresa e le società*, II, Padova, Cedam, 2004, 47.

⁴² M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1256.

Conseguentemente, da più parti si sostiene che la fattispecie della società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio debba essere ampliata per ricomprendere in essa anche la categoria delle società cd. negoziate, con opportuna modifica dell'art. 2325-bis c.c. e applicazione a tali società dello statuto normativo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁴³.

In particolare, tale posizione è stata assunta da Assonime, nel *position paper* 4/2024⁴⁴. L'Associazione, nel documento menzionato, prospetta una riformulazione della categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, sostenendo la necessità di eliminare da tale nozione gli emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante e includere nella stessa le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁵.

Dal documento citato si desume dunque una conferma, anche dal mondo delle associazioni di categoria, della necessità di una riconduzione della figura della società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione nella categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Sviluppando l'opinione appena espressa, sostenuta dalla dottrina che si è occupata del tema⁴⁶, e la cui fondatezza è stata riconosciuta anche nel Libro Verde del MEF,

⁴³ In concreto lo statuto normativo che si renderebbe applicabile sarebbe quello delle società diffuse, per le quali il comma 2 dell'articolo 2325-bis non fa riferimento ad alcuna ulteriore normativa derogatoria speciale anche esterna al codice, vigente invece per le quotate sui mercati regolamentati. Così anche M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1256.

⁴⁴ Si tratta del *Position Papers 4/2024 - Proposte per una riforma organica del TUF. Eliminazione del goldplating, valorizzazione dell'autonomia statutaria, allineamento alle best practice internazionali per rendere più attrattivo il nostro mercato di Borsa*, consultabile all'indirizzo https://www.assonime.it/attivita-editoriale/position-papers/Pagine/Position-Papers-4_2024.aspx

⁴⁵ *Position Papers 4/2024*, cit., 15.

⁴⁶ G.D. MOSCO E F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, 20; A. TRISCORNA, *La compliance nelle società quotate all'Euronext Growth Milan (già AIM Italia)*, in *Riv. Dir. Soc.*, 3, 2024, 492. Di avviso simile anche già F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, *Riv. Soc.*, 1, 2020, 267, il quale sostiene l'opportunità di «disegnare un regime organico dello status di PMI che si rivolge al mercato, sia esso un mercato regolamento, o un MTF, alla ricerca di un più stabile punto di equilibrio tra le tre variabili dell'equazione: mercato, emittenti, investitori».

Nel senso favorevole ad un ampliamento della condivisione di profili di disciplina delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione e di quella delle società quotate su mercati regolamentati anche P. MARCHETTI, *Introduzione. Un breve quadro della disciplina delle società quotate e le sue prospettive di riforma*, in M. VENTORUZZO (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2024, 17, che rileva «una prima parziale equiparazione tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione nella disciplina del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) è auspicio generale che questa equiparazione si estenda ulteriormente.

del 2022⁴⁷, si procederà a fornire alcune considerazioni che fondano e giustificano l'intervento prospettato, da accogliere sia in quanto coerente con il sistema dei modelli della società per azioni come conformato dalla riforma del 2003, sia per ragioni economiche e di opportunità, alla luce dell'effettivo ricorso, da parte delle società con azioni negoziate sui sistemi, al mercato del capitale di rischio.

Quanto alla questione, sollevata dal documento di Assonime, circa il destino delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, nel contesto del presente elaborato, il cui *focus* principale è costituito dagli interventi in tema di società con azioni negoziate su MTF, è sufficiente rilevare che la proposta di eliminare definitivamente la categoria di s.p.a. cd. diffusa presenta convincenti profili di ragionevolezza⁴⁸. Come emergerà nei seguenti paragrafi, infatti, le società diffuse costituiscono oggi (ma in verità sin dalla loro istituzione) un modello societario assolutamente residuale, e con poche prospettive di acquisire in futuro una nuova rilevanza.

Cionondimeno, si ritiene che concordare con tale posizione richiederebbe un livello di approfondimento della questione che non può essere contenuto all'interno di un elaborato incentrato sul tema della disciplina delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione. Si procederà dunque considerando l'intervento ampliativo dell'art. 2325-*bis* c.c. menzionato sostenendo unicamente

⁴⁷ In particolare, il Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze ha riconosciuto che « per considerare adeguatamente il cambiamento sistematico dell'impostazione europea incentrata su una differenziazione della disciplina in ragione della sede di negoziazione, potrebbe essere considerata l'opportunità di estendere almeno alcune parti della disciplina codicistica applicabile alle società diffuse, quali ad esempio i quorum assembleari, la disciplina degli aumenti di capitale e di raccolta del debito, anche alle società aventi azioni negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF)», p. 33.

⁴⁸ Il tema della revisione della categoria della *società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, e, contestualmente, del rafforzamento della considerazione normativa delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, è considerato anche nel Libro Verde del 2022 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che rileva che «Con l'obiettivo di migliorare le condizioni dei mercati primari e secondari, sono state considerate possibili ipotesi di riforma volte, da un lato, al superamento delle peculiarità dell'ordinamento nazionale - come ad esempio la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (cd. "società diffuse") - e dall'altro alla valorizzazione delle nuove categorie emergenti, quali le società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)», e che « Al fine di migliorare la chiarezza e l'efficacia del quadro normativo appare condivisa dagli operatori consultati l'opportunità di valutare una semplificazione strutturale della disciplina delle società diffuse, escludendo ad esempio tali società dall'applicazione di quelle norme che sono motivate dallo status di quotazione e che quindi dovrebbero trovare applicazione soltanto con riferimento alle società quotate sul mercato regolamentato. Questa ipotesi potrebbe tradursi nella eliminazione dal TUF delle disposizioni speciali applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, mantenendo invece l'applicazione delle disposizioni normative del codice civile che a tali emittenti si riferiscono, ad eccezione della disciplina delle operazioni con parti correlate sulla quale è intervenuta l'armonizzazione europea con solo riferimento alle società quotate.» p. 33.

che tale disposizione dovrebbe includere anche le società di cui si tratta, ma avendo presente che, probabilmente, occorrerebbe procedere come suggerito da Assonime, ossia, da un lato, estendendo la fattispecie includendo le società con azioni negoziate su MTF, e, d'altro lato, comprimendola eliminando la categoria della società cd. diffuse.

5. Considerazioni di sistema: nuovo vigore ad una categoria in declino.

L'art. 2325-bis c.c., distinguendo, nell'ambito delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, quelle quotate e quelle diffuse, adotta evidentemente un approccio pratico, che considera le due concrete declinazioni del "ricorso" al mercato del capitale di rischio, ossia la *diffusione* e la *negoziiazione*. La prima presenta una dimensione statica e quantitativa, potendo essere intesa come «il rapporto tra il numero dei titoli e il numero dei loro titolari»⁴⁹. Infatti, nel determinare quando una società per azioni può dirsi *con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, la legge (sin dall'introduzione della figura nell'art. 116 TUF) applica criteri "numerici"⁵⁰ e quantitativi.

La *negoziiazione* assume invece un connotato dinamico, laddove essa riguarda «la frequenza delle transazioni aventi per oggetto i titoli»⁵¹ emessi dalla società.

L'approccio definitorio appena descritto si fondava peraltro su una ulteriore differenza fra le due manifestazioni dell'apertura al mercato. Invero, esse si distinguono altresì per la presenza, nel caso delle società quotate, e nell'assenza, nel caso delle diffuse, di un momento di scelta di assunzione della qualificazione di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio. È stato infatti osservato⁵² che, nel caso delle società diffuse, dall'applicazione di criteri unicamente quantitativi discende che il raggiungimento di questi comportamenti l'acquisto *ope legis*

⁴⁹ P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 1999, 682.

⁵⁰ Ai sensi dell'attuale art. 2325-ter, introdotto *ex novo* dall'art. 4 della Legge Capitali, per società «emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante si intendono gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali abbiano azionisti, diversi dai soci che partecipano in misura superiore al 3 per cento del capitale, in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2345 bis, primo comma», ossia « 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 5.500.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 11.000.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità».

⁵¹ P. SFAMENI, *Commento sub art. 116*, cit.

⁵² G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 329.

della qualifica menzionata, senza che intervenga una delibera in tal senso della società, come avviene nel caso di quotazione.

Tali considerazioni, elaborate nei primi anni 2000, hanno tuttavia dovuto scontrarsi con l'introduzione, in sede regolamentare, di una serie di requisiti anche qualitativi per l'acquisto della qualifica di società diffusa. In particolare, ai sensi dell'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti della Consob (alla quale l'art. 116 TUF, prima del 2003, e, successivamente, l'art. 111-*bis* delle disposizioni attuative del codice civile, avevano delegato l'individuazione dei criteri sui quali fondare la qualificazione delle società come "diffuse") stabiliva che fossero altresì necessari altri requisiti che invece implicavano un preventivo momento di decisione da parte della società⁵³ che escludeva che il criterio complessivamente applicato per la determinazione delle società diffuse fosse meramente matematico.

In tale contesto, l'entrata in vigore della cd. Legge Capitali comporta un'inversione di marcia, conferendo nuova validità alla distinzione fra staticità e dinamismo delle due modalità di ricorso al mercato del capitale di rischio. L'art. 4 della legge menzionata, infatti, ha, da un lato, abrogato l'art. 116 TUF, e dall'altro, introdotto *ex novo* il già citato art. 2325-*ter* c.c., prevedendo criteri per l'attribuzione della qualifica di emittente diffuso di natura essenzialmente quantitativi, dando nuovamente alla nozione di *diffusione* la connotazione statica che originariamente le era stata riconosciuta.

Fatte tali considerazioni, si può a questo punto affermare che la disciplina specificamente dettata in caso di *ricorso al mercato del capitale di rischio* da parte della società consegue o all'ammissione alla quotazione delle azioni emesse, ovvero alla *diffusione*, ossia alla frammentazione del capitale azionario in un numero considerevole di piccoli azionisti.

Restano dunque attuali le citate parole di chi⁵⁴, in seguito all'introduzione della disciplina speciale in tema di società quotate, riteneva che essa avesse come

⁵³ In particolare, l'art. 2-*bis*, co. 2 del Regolamento Emittenti della Consob prevedeva che « I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente: - abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; - abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 100 del TUF; - siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; - siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze»

⁵⁴ F. GALGANO, *La società per azioni*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 1988, 46

presupposto sostanziale la larga base azionaria della società e la diffusione dei titoli tra un vasto pubblico di risparmiatori. Tali dati fattuali giustificano oggi non solo la disciplina speciale in tema di società quotate, bensì anche quella in tema di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Occorre ora considerare cosa ha portato il legislatore a ricomprendere in una categoria unitaria le due tipologie di società, per poi concludere che i connotati comuni ad entrambe sono in realtà condivisi, a ben guardare, anche dalla società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Appuntandosi la definizione di società diffusa (oggi unicamente) sul dato quantitativo del numero di soci e dell'entità delle partecipazioni degli stessi, il primo tratto comune che si rinviene fra la società diffusa e la società con azioni quotate (su mercati regolamentati) concerne la caratteristica della frammentazione dell'azionariato, composto da un numero elevato di (piccoli) azionisti. Ciò, del resto, è in linea con l'idea che ispirava la riforma del diritto societario del 2003, la quale, inseriva scalini normativi sulla base non già delle dimensioni delle società, bensì «della composizione del capitale sociale»⁵⁵. Ed infatti, se l'entità della frammentazione è legislativamente individuata nel caso di società con azioni diffuse, nel caso del mercato regolamentato «il volume e l'oggetto delle negoziazioni che esso presuppone consentono di ritenere in concreto realizzata la riferita frammentazione della compagine sociale», e quindi «l'effettiva ricorrenza di un “mercato dei capitali”»⁵⁶.

Altro punto in comune fra le due categorie di società è il carattere indefinito del *pubblico* degli investitori titolari di loro azioni. Se tale circostanza è intrinseca nel mercato regolamentato (sul quale, per questo motivo, viene imposta la diffusione di un Prospetto Informativo), al quale possono accedere tutti gli interessati, nel caso delle società diffuse non è impossibile (sebbene inverosimile) che i titolari delle azioni non siano stati previamente individuati dalla società. Ebbene, in tal caso, non ricorrerebbe la fattispecie di società diffusa, la quale, invece, richiede che la

⁵⁵ V. BUONOCORE, *Premessa*, in V. BUONOCORE (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Torino, Giappichelli, 2003, 3.

⁵⁶ P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *Art. 2325-bis*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Società di Capitali. Commentario. Volume Primo*, Napoli, Jovene Editore, 2004, 15.

società abbia fatto appello al risparmio di un pubblico indefinito di sottoscrittori interessati, ossia che si sia rivolta *ad incertam personam*⁵⁷.

Entrambi tali connotati comuni fra società quotate e società diffuse possono ritenersi condivisi anche dalle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Invero, sul piano della frammentazione dell'azionariato, la negoziazione sui sistemi multilaterali comporta che una parte del capitale sociale sia stato destinato agli investitori⁵⁸. In mancanza, o in caso di misura irrisoria, la società non avrebbe avuto interesse ad accedere al mercato⁵⁹. Va riconosciuto che, comunque, poche delle società quotate su Euronext Growth Milan rientrano nella categorie delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante⁶⁰. Tuttavia, proprio la circostanza che una quota di società quotate su EGM rispettino i parametri in termini di azionariato perché esse possano considerarsi società diffuse, e il fatto che (quasi tutte) abbiano acquisito tale qualifica successivamente alla quotazione, testimonia l'idoneità dell'accesso alle negoziazioni su tale *trading venue* a frammentare il capitale sociale delle società ivi quotate.

Sul piano dell'indeterminatezza del pubblico degli investitori, trattandosi di sedi di negoziazione nei quali le negoziazioni svolgono secondo regole non discrezionali, e sulle quali possono accedere tutti gli interessati, anche tale

⁵⁷ E. LA MARCA, *La società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante*, Riv. Dir. Impr., Napoli, 2021, p. 56. Dello stesso avviso anche A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in P. PERLINGIERI (diretto da) *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2005, 7.

⁵⁸ Si ricordi, con riferimento al mercato Euronext Growth Milan, il requisito del flottante minimo pari al 10% del capitale sociale. Mediamente, tuttavia, in sede di IPO, il flottante costituito è pari al 29,8% (così emerge dal Report annuale di Borsa italiana "Borsa Italiana per le PMI", consultabile all'indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁵⁹ Si considerino i seguenti dati sulla composizione dell'azionariato di talune delle società quotate su Euronext Growth Milan.

- Haiki+ S.p.A.: capitale sociale € 10.532.567,45, di cui il 54,65% destinato al mercato
- Mare Engineering Group S.p.A.: capitale sociale € 4.516.649,32, di cui il 44,98% destinato al mercato;
- OSAI Automation System S.p.A. Società Benefit: capitale sociale € 1.613.050,70, di cui il 48,3% destinato al mercato;
- BolognaFiere S.p.A.: capitale sociale € 194.811.457, di cui il 28,02% destinato al mercato;
- I.CO.P. S.p.A. Società Benefit: capitale sociale € 30.050.250,00, di cui il 16,81% destinato al mercato.

⁶⁰ Come rilevato anche da F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, Giur. comm., 5, 2022, 809.

requisito deve ritenersi soddisfatto⁶¹. Del resto, non a caso, è ben possibile che, nei mercati di crescita per le PMI, l'IPO sia un'offerta mista rivolta anche a investitori *retail*, e in tal caso l'emittente è tenuto a elaborare e diffondere il Prospetto Informativo (sebbene nella meno onerosa forma del Prospetto UE della crescita, ex art. 15 Regolamento UE 2017/1129).

Posto che i tre modelli di S.p.A. presi in considerazione condividono i tratti appena menzionati, va ulteriormente sottolineato come l'ampliamento della categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possa non solo considerarsi in linea con la volontà del legislatore della riforma del 2003 di introdurre una gradazione della imperatività delle disposizioni societarie a seconda del grado di complessità e apertura della società⁶², ma addirittura in grado di dotarla di effettività.

Invero, se la finalità della nuova disciplina societaria era quella di consentire agli operatori la scelta tra una pluralità di moduli organizzativi, abbandonando la rigidità dei tipi⁶³, l'introduzione di un modello ulteriore di s.p.a., un quarto "scalino normativo" è da considerarsi quasi un'attuazione della riforma, nella misura in cui mette a disposizione degli operatori un'ulteriore struttura societaria che "anticipi" quella da adottare una volta che si raggiunga la quotazione finale nei mercati regolamentati⁶⁴.

Non solo. È stato rilevato, che la riforma del 2003 ha istituito uno scalino normativo non tanto fra le società chiuse e quelle quotate, bensì tra le prime e le società aperte (che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) dal momento che le differenze fra le discipline delle società quotate e di quelle diffuse sono minori

⁶¹ Elemento caratterizzante la fattispecie dell'MTF, condiviso con quella del mercato regolamentato, è la non discrezionalità che connota il *matching* dei contrapposti interessi di acquisto e di vendita manifestati sul mercato (cfr. numeri 21 e 22, par. 1, art. 4 Direttiva MiFID II, che, sia nella definizione di mercato regolamentato che di sistema multilaterale di negoziazione menzionano le *regole non discrezionali* che occorre che il sistema ponga alla base dell'incontro degli interessi multipli di acquisto e di vendita.

⁶² Così si esprimeva la già citata Relazione al progetto Mirone, sub art. 1, punto 5.

⁶³ P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, IV, Padova, Cedam, 2004, 35.

⁶⁴ I vari modelli di società di capitali costituiscono un *continuum* avente come punto di partenza la società a responsabilità limitata e punto di approdo, quanto a complessità e discipline applicabili, la società con azioni quotate su mercati regolamentati. Così P. MARCHETTI, *Introduzione. Un breve quadro dell'evoluzione della disciplina delle società quotate e le sue prospettive future*, in VENTORUZZO M., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, 2024, 6

di quelle sussistenti fra le società chiuse e quelle aperte⁶⁵. Il fine era quello di incentivare la quotazione⁶⁶ «quale via privilegiata per raccogliere il capitale di rischio con l'accostamento delle società "quotate" a quelle "diffuse"»⁶⁷.

La capacità delle società con azioni diffuse di raggiungere tale scopo è stata da molti contestata⁶⁸. È stato infatti evidenziato come una società che valuti la quotazione sovente non presenti i caratteri necessari affinché si possa considerare società diffusa, e ciò fa venir meno la sequenza immaginata dal legislatore per cui dalla società chiusa si passi a quella diffusa e poi alla quotata⁶⁹.

Al contrario, questa si configura come verosimile laddove si inserisca, nello "scalino intermedio" fra la società chiusa e quella quotata, la categoria delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione. Invero, non essendoci requisiti per l'acquisto di tale qualifica, se non l'ammissione delle azioni su un MTF, si può ipotizzare che, per tali società, la successiva quotazione sia certamente un evento che, quantomeno astrattamente, costituisca davvero l'obiettivo finale. Conseguentemente, lo statuto normativo delle società che fanno ricorso al pubblico risparmio assumerebbe la sua originaria funzione di "palestra" per la successiva adozione da parte della società del ben più approfondito *corpus* di normativa speciale in tema di quotate. Del resto, le società con azioni negoziate fra il pubblico in misura rilevante, lo si è visto, sono già destinatarie di profili di disciplina in comune con quella delle quotate su mercati regolamentati (*in primis* quelli in tema di trasparenza *ex* Regolamento cd. MAR e in parte di Prospetto informativo *ex* Regolamento cd. Prospetto), per cui sotto certi aspetti esse sono anche più "proiettate" verso, e pronte alla, successiva quotazione. Non a caso, il numero e il valore complessivo dei *translisting* di società originariamente quotate

⁶⁵ Così M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1256; A. PARALUPI, *Le società con azioni diffuse in maniera rilevante; una prima analisi del nuovo punto di contatto tra diritto commerciale e diritto dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 839.

⁶⁶ Segnala come «la forma intermedia fra il "modello base" di s.p.a. e il modello della s.p.a. con azioni quotate dovrebbe svolgere la funzione di "acclimatare" le società (e i soci di controllo) desiderose di fare il balzo verso la quotazione, attraverso la loro sottoposizione ad una disciplina codicistica più rigida di quella prevista per le "s.p.a." chiuse» E. MONIACI, *Sub. Art. 2325-bis*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 55.

⁶⁷ M. L. VITALI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. NOTARI (a cura di) *Costituzione – Conferimenti*, collana P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretta da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 38 ss.

⁶⁸ G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 325.

⁶⁹ E. MONIACI, *Sub. Art. 2325-bis*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 55.

su Euronext Growth Milan verso il mercato regolamentato Euronext Milan non sono per nulla irrisori⁷⁰.

Sul piano della effettività, va rilevato come da più parti, già all'indomani della riforma, è stato evidenziato come l'introduzione della categoria delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante sia parsa inidonea a costruire, se non in astratto⁷¹, un vero e proprio "scalino" intermedio fra le società chiuse e quelle quotate su mercati regolamentati, alla luce della esiguità del numero che ha da sempre contraddistinto il novero delle società diffuse⁷².

Ebbene, dall'insuccesso di una tale categoria societaria discende l'insuccesso dell'obiettivo di utilizzarla come scalino di passaggio per l'obiettivo finale della quotazione. Di qui l'utilità dell'ampliamento del novero delle società che fanno ricorso al mercato di rischio ricomprendendo nella categoria le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Invero, ciò risulta ragionevole, alla luce della concreta conformazione della realtà societaria italiana, alla luce della maggior rilevanza del fenomeno della negoziazione su MTF rispetto a quello della diffusione delle azioni, come testimonia il numero, degno di nota anche in considerazione delle concrete prospettive di crescita dello stesso, di società con azioni negoziate sulle sedi di

⁷⁰ In particolare, come rilevato dal Comunicato stampa di Irtop Consulting – Osservatorio ECM del 2 gennaio 2025 (consultabile all'indirizzo web <https://www.irtop.com/wp-content/uploads/2025/01/2025-01-02-IRTOP-CONSULTING-CS-IPO-EGM-2024.pdf>) sono complessivamente 25 gli emittenti EGM che hanno perfezionato il *translisting* verso Euronext Milan, per una capitalizzazione complessiva pari a 7,4 miliardi di euro. Inoltre, lo studio rileva che al 31 dicembre 2024 le 25 società quotate sul mercato principale capitalizzano complessivamente 10,1 miliardi di euro, registrando una performance media dal *translisting* pari a +51%.

⁷¹ La natura "sbeccata" sotto il profilo soggettivo della categoria delle società veniva rilevata già in G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. Soc.*, 2004, 861 ss. In particolare, l'A. evidenzia che «i criteri di individuazione introdotti dalla Consob hanno reso di fatto virtuale la categoria delle società aperte non quotate». Occorre certamente dare atto che al tempo in cui scriveva l'A., i criteri della Consob erano diversi da quelli attuali (peraltro ora contenuti nel codice civile e limitati ai requisiti quantitativi, essendo venuti meno quelli qualitativi di cui alla precedente normativa di fonte regolamentare). Tuttavia, le considerazioni sopra esposte restano attuali nella misura in cui da un lato la Consob ha negli anni ristretto la categoria delle società con azioni diffuse innalzando, ad esempio, il numero di azionisti minimo necessario per ricomprendere la società nella categoria (da 200 a 500) e, d'altro lato, la realtà economica non ha mai dimostrato una diffusione concreta delle società diffuse.

⁷² Dall'ultimo elenco della Consob, consultabile sulle pagine web dell'Autorità, all'indirizzo <https://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli%20diffusi> (aggiornato al 27 marzo 2024) ne risultano 57, peraltro prevalentemente istituti bancari.

negoziiazione menzionate⁷³, e che dunque potenzialmente rende la categoria un reale trampolino di lancio per la quotazione sui mercati regolamentati⁷⁴.

Peraltro, la medesima *ratio* di “accompagnamento” della società chiusa verso la quotazione è condivisa anche dal principale sistema multilaterale di negoziazione in Italia, il più volte citato Euronext Growth Milan. A partire dal 2020 il sistema offre uno specifico segmento, il Segmento Professionale, che ha esattamente il fine di anticipare l’accesso al mercato dei capitali da parte di società ancora estremamente poco strutturate (*start-up* o addirittura *scale-up*) e certamente ancora non “candidabili” per la quotazione (né tantomeno, del resto, per l’assunzione della qualifica di società diffusa). In tal modo, tuttavia, si realizza il fine, ampiamente riconosciuto come prioritario, di rendere disponibili per le società canali di finanziamento alternativi a quello bancario⁷⁵.

Anche dal punto di vista strettamente legislativo, si rileva la sempre maggiore attenzione dedicata dal legislatore, più che alle società diffuse, a quelle con azioni negoziate sui sistemi multilaterali, che si inseriscono nell’obiettivo di incentivare alla quotazione il maggior numero di società possibile, specie se PMI. Significative,

⁷³ Solo il mercato Euronext Growth Milan, come emerge dai dati di mercato aggiornati al marzo 2025, conta 207 emittenti.

⁷⁴ Tale potenzialità dei sistemi multilaterali di negoziazione, e segnatamente dei mercati di crescita per le PMI è evidenziata anche dal Libro Verde del 2022 del Ministero dell’Economia e delle Finanze, che, prospettando interventi di efficientamento della normativa sul tema, rileva che «i mercati di crescita per le PMI dovrebbero più compiutamente assolvere la funzione di incubazione prima, e piattaforma di transizione dopo, per gli emittenti che decidessero di passare al mercato superiore senza però che tale passaggio risulti eccessivamente gravoso.»

⁷⁵ Ferma restando l’indubbia e incontestata assoluta prevalenza del ricorso al finanziamento bancario da parte delle imprese italiane (cd. bancocentrismo), è utile osservare come questa circostanza si traduca in un effettivo “peso” per l’impresa stessa. Rileva infatti lo studio di Assolombarda, *Il Capitale di rischio, priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, 2024, 11 (disponibile all’indirizzo web <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/documenti/capitale-di-rischio-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese>), che «Nel 2022, la leva finanziaria delle imprese italiane, calcolata come rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti e del patrimonio netto, si è attestata intorno al 40%, registrando una riduzione del 10% rispetto al dato del 2011.² Nonostante questa riduzione, il livello attuale della leva finanziaria delle imprese italiane seppure in linea con quello delle imprese tedesche rimane ancora elevato rispetto ad altri paesi europei. Ad esempio, Spagna e Francia hanno un rapporto del 30%, mentre negli Stati Uniti si registra un valore leggermente superiore al 20%. Il debito bancario rappresenta ancora la maggioranza dei debiti finanziari delle imprese italiane, costituendo poco più del 50%. Al contrario, il finanziamento tramite obbligazioni societarie emesse sul mercato è ancora marginale rispetto ad altre economie avanzate».

Del resto, si tratta di una tendenza connotante non soltanto l’Italia, ma in generale anche l’economia degli Stati dell’Unione Europea. Le istituzioni europee hanno infatti avvertito il fenomeno dell’insufficiente ricorso delle imprese al mercato dei capitali (si veda *Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union*, disponibile al link <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/03/11/statement-of-the-eurogroup-in-inclusive-format-on-the-future-of-capital-markets-union/>) ed è in corso il noto complessivo progetto di creazione di una completa e adeguata Capital Markets Union.

in tal senso, sono le parole del Libro Verde del 2022 elaborato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, che rilevano che «le “società diffuse” rappresentano una categoria residuale, per taluni aspetti non più attuale alla luce della progressiva evoluzione della normativa europea applicabile agli emittenti strumenti finanziari negoziati su MTF e alle società operanti nel settore bancario e assicurativo (in relazione alle quali sussistono specifiche disposizioni di *governance* e di trasparenza)»⁷⁶.

Del resto, per concludere tale disamina delle considerazioni di ordine sistematico, occorre considerare cosa comporti la mancata estensione della categoria di cui all'art. 2325-bis alle società in analisi, che vuol dire del resto riflettere sull'attuale posizione della società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione nella struttura dei “modelli” della S.p.A.

Ebbene, oggi, tale società è, a rigor di termini, da considerarsi “chiusa”, se si considera che, con l'introduzione dell'art. 2325-bis c.c., per *società chiusa* si intende la società che non sia quotata su mercati regolamentati e né abbia azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante⁷⁷.

Tuttavia, una tale qualificazione della società le cui azioni sono state in parte sottoscritte da un pubblico indefinito di investitori, e che dunque presenta azionisti divenuti tali in una semplice ottica di investimento, i quali tendenzialmente danno vita ad una successiva negoziazione in secondario delle azioni medesime, è incompatibile, evidentemente, con la nozione concreta di società chiusa. In quest'ultima, infatti, i soci, anche laddove non componenti la maggioranza governante, non possono considerarsi meri risparmiatori, indifferenti alla gestione dell'impresa, assimilabili, cioè, ai soggetti che figurano come soci in una S.p.a. che ha fatto ricorso al mercato del capitale di rischio e che hanno apportato risorse solo in un'ottica di investimento⁷⁸. Cade dunque in errore, oggi, la legge, quando

⁷⁶ Si tratta del Libro Verde del 2022 sulla *Competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, consultabile all'indirizzo https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf.

⁷⁷ G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. Soc.*, 2004, 863.

⁷⁸ L. ROVELLI, *La genesi e i Contenuti Qualificanti della Riforma*, in O. CAGNASSO, L. PANZANI (a cura di) *Le Nuove s.p.a. Volume Primo. La s.p.a. Profili Comparatistici. La costituzione*, Bologna, Zanichelli, 2013, 59.

guarda ai soci di minoranza delle società con azioni negoziate su MTF e li pone sullo stesso piano dei soci occupanti la stessa posizione nelle (vere) società chiuse.

6. Considerazioni economiche: l'effettivo ricorso al mercato del capitale di rischio.

Alla medesima conclusione, del resto, si giunge considerando un ulteriore aspetto che riconoscerebbe all'intervento di modifica dell'art. 2325-bis c.c. sopra prospettato un connotato di ragionevolezza e idoneità della legge a stare al passo con i mutamenti della realtà economica.

Invero, da un punto di vista pratico, avere una disposizione di legge che definisce le “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” e che tuttavia non menziona le società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione configura un'incongruenza che rende la definizione una *factio* terminologica incompleta, in quanto non idonea a ricostruire il reale novero delle società che attingono risorse dal mercato di capitale di rischio.

Non è dato infatti negare che alla base del *trading* di azioni su MTF e, ancora di più, della quotazione su un mercato di crescita per le PMI non vi sia un ricorso al mercato del capitale di rischio. Ciò è reso evidente se si tenta di risalire alla nozione di *mercato del capitale di rischio*.

Tale nozione, se considerata quale mero elemento della fattispecie di cui all'art. 2325-bis c.c., non solleva rilevanti esigenze di definizione sul piano giuridico. Essa viene infatti impiegata dalla norma essenzialmente come “rimando testuale”, che consente di rendere applicabile le norme, nella cui fattispecie essa figura, tanto alle società quotate su mercati regolamentati quanto alle società con azionariato diffuso. L'art. 2325-bis c.c., così letto, ha una portata essenzialmente definitoria, ed invero nessuna norma concretamente prescrittiva è da esso fornita. Essa si limita a sancire che ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui al Titolo V, per *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio* sono i due modelli di s.p.a. già menzionati, secondo un'impostazione che riflette un positivismo giuridico che rasenta un'applicazione della dottrina pura del diritto kelseniana.

Eppure, essa non può rimanere definita solo alla luce della sua bipartizione fra due manifestazioni del modello societario. Occorre dunque darne una definizione autonoma, che, ai fini del presente elaborato, è utile per comprendere i confini entro i quali essa può espandersi. La legge (codice civile e TUF) non sono d'aiuto su tale fronte, non fornendo alcuna definizione tipica della nozione, che occorre dunque ricavare in via interpretativa.

È utile, tuttavia, partire da una norma del TUF, il quale prima del 2003, nel definire gli *strumenti finanziari* (art. 1, co. 2), menzionava *in primis* (lett. a) «le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali»⁷⁹. Le azioni, frazioni di capitale sociale, venivano dunque considerati, negli anni della riforma, anche titoli rappresentativi di capitale di rischio.

Ed effettivamente, da un approfondimento esegetico della nozione di *capitale di rischio* si ottiene che esso coincida di fatto con il *capitale sociale* della società. La diversa formulazione (capitale di *rischio*) si giustifica solo in quanto essa vale tradizionalmente a distinguere due forme di investimento nella società, quello avente ad oggetto, riprendendo la distinzione propria della letteratura inglese, l'*equity capital* da quello rivolto al *debt capital*. Oltremania, l'*equity capital* è anche definito *risk capital* (capitale di rischio), per evidenziare la circostanza che l'investitore che sottoscriva *equity* «*is the last in the queue to be paid*»⁸⁰.

Portando la questione nel nostro ordinamento, la nozione di capitale di rischio si ricollega alla tradizionale distinzione fra soci e creditori (obbligazionisti), che già da tempo veniva ricondotta, di fatto, a quella fra soggetti rispettivamente *non sottratti* e *sottratti* alle sorti della società, almeno nei limiti della solvibilità della stessa, ossia esposti o non esposti ai rischi dell'andamento della società⁸¹.

Nel contesto dell'art. 2325-bis c.c., l'azione viene dunque ad atteggiarsi come «paradigma» della partecipazione al rischio della società⁸², ed è dunque al mercato

⁷⁹ Oggi, la definizione di strumento finanziario è contenuta all'interno dell'art. 1, co. 2 TUF con rimando alla Sezione C dell'Allegato I del TUF stesso. Quest'ultimo, al numero 1, menziona i *valori mobiliari*, i quali sono definiti dall'art. 1, co. 1-bis TUF come quelle «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società», ma anche le obbligazioni e gli altri titoli di debito (lett. b).

⁸⁰ Così R. CRANSTON, *Principles of Banking Law*, Oxford, 1997, 326 ss.

⁸¹ In tali termini si esprimeva già T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1, 2 ss.

⁸² Così M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1244.

nel quale vengono acquistate e scambiate azioni che la norma fa riferimento parlando di mercato del capitale di rischio, tanto laddove si consideri l'oggetto della *quotazione*⁸³, quanto quello della *diffusione*⁸⁴.

D'altra parte, il riferimento al *mercato*⁸⁵ non è, nella nozione, privo di rilevanza, in quanto è *il ricorso al mercato* che comporta l'applicazione dello specifico statuto normativo predisposto dal legislatore. L'accesso al *mercato* del capitale di rischio è, quindi, ciò che concretamente rende applicabile la disciplina, ed esso si sostanzia nella cessione di parte del capitale sociale ad un pubblico indefinito di investitori interessati, al fine di far confluire risorse nella società senza che questa sia tenuta a restituire quanto ricevuto, e la successiva negoziazione dei titoli azionari così sottoscritti.

Traendo le somme delle considerazioni appena formulate, si ricava che l'accesso al mercato del capitale di rischio, ossia il *ricorso* a quest'ultimo da parte della società, ricorre allorché la società abbia accolto un novero indistinto e "incontrollato" di nuovi *azionisti*⁸⁶, al fine di ottenere da questi ultimi le somme dovute per la

⁸³ Coerentemente, la norma è chiara nell'escludere dalla disciplina specificamente dettata quelle società che pur avendo titoli di debito o strumenti finanziari di cui all'art. 2346 co. 6 quotati o diffusi fra il pubblico in misura rilevante, non abbiano strumenti rappresentativi di capitale sociale parimenti quotati o diffusi. È quindi la sola quotazione di strumenti *equity* a rilevare, e a condizione che questa avvenga su mercati regolamentati.

Invero, è rimasta minoritaria la tesi che prospettava un'interpretazione estensiva che consentisse di ricomprendere nel novero delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio quelle che emettono titoli i quali, sebbene non azionari, risentono comunque del rischio d'impresa (tesi riconducibile a M. MINERVINI, *Commento all'art. 2325-bis*, in M. SANDULLI, V. SANTORO, *La riforma delle società*, II, Torino, Giappichelli, 16).

⁸⁴ M.L. VITALI, *Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. NOTARI (a cura di) *Costituzione – Conferimenti*, collana P. MARCHETTI, L. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretta da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 55.

⁸⁵ Per "mercato" il legislatore intendeva evidentemente riferirsi al mercato *mobiliare*, che è quello che consente di reperire risorse a titolo di capitale di rischio.

Sul punto, occorre tenere a mente che al tempo in cui la nozione fu introdotta non era ancora invalsa sul piano legislativo la diversa formulazione di *sede di negoziazione*, che oggi contempla ogni sistema per la quotazione e/o la negoziazione di strumenti finanziari. La terminologia prevalentemente adottata era, appunto, quella di "mercato", e l'unica distinzione operata era quella fra mercati regolamentati e mercati non regolamentati, essenzialmente finalizzata a distinguere i mercati borsistici dagli altri, non ufficiali, che iniziarono a diffondersi in seguito alla caduta dell'obbligo di concentrazione degli scambi anche in Italia.

Del resto, c'è da dire che anche oggi le espressioni mercato del capitale di rischio e sedi di negoziazione non sono sovrapponibili. Invero, la prima fa specificamente riferimento a mercati per lo scambio di prodotti *equity* o *equity-like*, mentre la seconda (sia i mercati regolamentati, che MTF e OTF) consente la negoziazione di strumenti finanziari, categoria che ricomprende titoli anche diversi dalle azioni e dai titoli comunque rappresentativi di capitale di rischio.

⁸⁶ Ossia di sottoscrittori di (soli) titoli azionari, dovendo condividere l'opinione maggioritaria che ritiene che l'art. 2325-bis c.c. faccia riferimento alle sole azioni quali titoli oggetto di diffusione o di quotazione (così, fra gli altri, E. BARCELLONA, *S.P.A. "aperte" e "chiuse"*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società. Società per azioni*, II, Milano, UTET, 2022, 51.

sottoscrizione delle azioni, ma anche laddove si registri la circostanza che i titoli azionari possano circolare, in funzione di investimento, senza che siano ammesse limitazioni.

Se quanto detto è vero, sia i mercati regolamentati che i sistemi multilaterali di negoziazione devono considerarsi mercati del capitale di rischio. Invero, essi offrono i medesimi servizi di *trading* e (potenzialmente per gli MTF, laddove “*primary*”) di *listing* di azioni, configurando, in tal modo, entrambi dei mercati del capitale di rischio.

D'altra parte, sia il fenomeno dell'ammissione delle azioni su una sede di negoziazione (mercato regolamento e sistema multilaterale di negoziazione) sia quello della diffusione delle azioni fra il pubblico in misura rilevante, configurano un ampliamento della compagine azionaria in favore di investitori estranei al “nucleo” ristretto dei soci originari della società e non individuati preventivamente. In tutti e tre i casi, cioè, la società “perde il controllo” della titolarità di parte del capitale sociale, in favore del mercato e nell'ottica di reperire risorse senza obbligo di rimborso.

Invero, rilevanti sul punto sono i dati rilevanti concernenti la capitalizzazione di mercato complessiva delle società e il numero di transazioni che si svolgono sugli MTF⁸⁷. Tali dati, se confrontati con quelli concernenti il mercato regolamentato Euronext Milan, sono innegabilmente ancora modesti⁸⁸. Tuttavia, potrebbero

⁸⁷ Stando al Bollettino Statistico n.26 della Consob (del gennaio 2025, consultabile all'indirizzo web: https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-bs/-/asset_publisher/FfIGfWyJ5e15/content/bollettino-statistico-26-mercati/11973), la capitalizzazione di mercato complessiva dei principali MTF che trattano strumenti *equity* è pari a 11,8 miliardi di euro (8,2 complessivi per EGM e 3,6 per Vorvel).

Quanto al valore complessivo delle transazioni che avvengono su tali mercati, lo stesso Bollettino Statistico attesta che complessivamente questo sia pari a (soli) 2,2 miliardi di euro (di cui 2,1 riguardano le transazioni su EGM).

⁸⁸ Il Bollettino Statistico Consob di cui alla nota precedente individua il valore della capitalizzazione complessiva di Euronext Milan in 824 miliardi di euro e un valore complessivo delle transazioni pari a 653, 7 miliardi di euro.

In particolare, la composizione del mercato EGM in termini di capitalizzazione delle singole società risulta così delineata (in base ai dati contenuti nel Report annuale di Borsa italiana “Borsa Italiana per le PMI”, consultabile all'indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>):

- n. 56 società con una capitalizzazione inferiore a 10 milioni di euro;
- n. 63 società con una capitalizzazione compresa fra i 10 e i 25 milioni di euro;
- n. 37 società con una capitalizzazione compresa fra i 25 e i 50 milioni di euro;
- n. 21 società con una capitalizzazione compresa fra i 50 e i 100 milioni di euro;
- n. 8 società con una capitalizzazione compresa fra i 100 e i 150 milioni di euro;
- n. 9 società con una capitalizzazione compresa fra i 150 e i 250 milioni di euro;
- n. 3 società con una capitalizzazione compresa fra i 250 e i 500 milioni di euro

essere sufficienti per giustificare l'intervento sull'art. 2325-*bis* c.c. prospettato in quanto testimoniano che un certo ricorso al mercato del capitale in tali società vi è indubbiamente.

7. Riflessione su taluni profili di disciplina. Cenni sull'ordinamento francese.

Quando si tratta di considerare interventi sulla disciplina delle società, occorre sempre tenere bene a mente la realtà economica ad esse sottostante, e prendere in considerazione le diverse necessità di cui i vari operatori del mercato sono portatori.

In particolare, trattando di società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, occorre in primo luogo ricordare il contesto della nascita di tali sedi di negoziazione, e segnatamente di quella dei mercati di crescita per le PMI.

Tali sedi sono, e devono rimanere, geneticamente strutturate in modo tale da consentire un accesso agevole alle negoziazioni che sulle stesse si svolgono. In questo, infatti, si sostanzia la loro autonomia rispetto ai mercati regolamentati, con i quali, come emerge dalle definizioni normative fornite nella Direttiva MiFID II e dal TUF, per il resto, condividono le modalità di concreto funzionamento e, in parte, i servizi offerti.

D'altra parte, specie quando si parla di mercati di crescita per le PMI, tali sedi di negoziazione, in ragione della disciplina più snella che deve contraddistinguere l'accesso su di esse, sono finalizzate a promuovere il ricorso, anche delle società meno strutturate, e segnatamente delle PMI, al finanziamento tramite il pubblico risparmio⁸⁹, favorendo l'autonomia delle stesse dal tradizionale canale bancario.

Per fare ciò, occorre conservare una regolamentazione snella dei mercati, e rendere effettivamente conveniente l'accesso agli stessi da parte di tali società poco

⁸⁹ Sul punto, il Libro verde della Commissione sulla *Capital Market Unione* del 2015, pag. 11, evidenzia che «Durante la crisi le PMI hanno patito più delle grandi imprese le difficoltà di accesso ai finanziamenti. Abitualmente le informazioni sulle PMI sono limitate e in genere detenute dalle banche; alcune PMI hanno difficoltà a entrare in contatto con una base più ampia di investitori non bancari che possono soddisfare le loro esigenze di finanziamento. Migliorare le informazioni sulla situazione creditizia contribuirebbe a realizzare un mercato dei capitali efficiente e sostenibile per le PMI. La definizione di un insieme minimo comune di informazioni comparabili a fini di informativa e valutazione della situazione creditizia potrebbe contribuire ad attrarre finanziamenti a favore delle PMI. Informazioni standardizzate sulla qualità del credito, inoltre, potrebbero concorrere allo sviluppo di strumenti di rifinanziamento dei prestiti alle PMI, per esempio la cartolarizzazione».

strutturate⁹⁰, senza tuttavia poter dimenticare le esigenze di tutela degli investitori e del mercato evidenziate nei paragrafi precedenti. Sussiste infatti la nota, e logica, correlazione che lega l'entità degli investimenti all'effettività dei presidi legali in favore degli investitori, in base alla quale una normativa attenta ai risparmiatori incentiva il ricorso degli stessi al mercato, incrementando la loro fiducia in quest'ultimo.

Tale ultimo profilo è stato privilegiato in particolare dal legislatore francese. Invero, uno sguardo alla disciplina a cui le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione sono assoggettate in Francia rende evidente come in quell'ordinamento lo scalino fra la disciplina di tali società e di quella delle società con azioni quotate su mercati regolamentati sia in verità particolarmente ridotto.

Ciò emerge in tutta evidenza se si considerano, in particolare, tre specifici profili di disciplina.

In primo luogo, a differenza degli artt. 106 del TUF, il *Code monétaire et financier* rende espressamente applicabili anche alle operazioni su azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione la disciplina in tema di OPA obbligatoria, sebbene con taluni adattamenti in considerazione delle peculiarità di tale categoria di società, fra le quali si evidenzia l'innalzamento della soglia di rilevanza ai fini dell'obbligo OPA che viene fissata nel 50% del capitale sociale o dei diritti di voto detenuti dal socio (cfr. L433-3 CMF, 231-1 e 235-1 a 235-3 RG-AMF)⁹¹.

Del resto, in tema di OPA obbligatoria, il medesimo approccio è seguito anche dal legislatore del Regno Unito, il quale rende espressamente applicabili le disposizioni dettate dal *Takeover Code* «a qualsiasi società con sede legale nel Regno Unito, nelle Isole del Canale o nell'Isola di Man, se uno qualsiasi dei suoi titoli è ammesso alla negoziazione su un mercato regolamentato del Regno Unito,

⁹⁰ In tal senso, significative le parole del *Libro verde su la competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2022, laddove evidenzia che «Occorre però fare attenzione a che lo “scalino regolamentare”, che distingue questo mercato da quello regolamentato, ritorni all'altezza originaria in modo da preservare le caratteristiche peculiari delle diverse sedi di negoziazione, messe invece in discussione dalla progressiva estensione anche agli MTF di normative previste per i mercati regolamentati sia in via diretta (es. MAR) che indiretta (es. OPC)»

⁹¹ Così rilevano altresì F. ANNUNZIATA, A. LAMBIASE, *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Milano, Egea, 57.

un MTF del Regno Unito o una borsa valori» (cfr. ar. 3(a), *Introduction*, del *Takeover Code*)⁹².

Una tale conformazione normativa dell'obbligo appare in verità ragionevole, se si considera che l'innalzamento della soglia di rilevanza rende il raggiungimento della medesima meno frequente (e tendenzialmente esclude i casi di raggiungimento "involontario", non effettivamente finalizzato all'acquisto del controllo della società), e dunque meno disincentivante per gli investitori. In linea con tale *ratio* vi è la previsione che determina la disapplicazione, laddove si considerino le negoziazioni su MTF, dell'OPA obbligatoria da consolidamento.

Il secondo profilo di disciplina francese particolarmente significativa concerne le operazioni di *buy-back* di azioni proprie. In Italia tali operazioni non sono assoggettate alla limitazione quantitativa prevista per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (ossia il limite di numero massimo delle azioni proprie acquistate che non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, cfr. art. 2357, co. 4 c.c.). Il *Code de commerce* dispone espressamente, invece, che il numero massimo di azioni proprie che l'assemblea delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (al pari di quella delle società quotate sui mercati regolamentati) è ammessa a far acquistare sia pari al 10% del capitale della società (cfr. art. L22-10-62).

Ancor più rilevanti sono gli adempimenti imposti dal Regolamento dell'Autorità dei mercati finanziari anche alle società con azioni ammesse alla negoziazione su MTF. In particolare, è addirittura prevista una notifica preventiva e la pubblicazione di una serie di informazioni sull'operazione, fra le quali la data dell'assemblea generale degli azionisti che ha autorizzato il programma di riacquisto o che è chiamata ad autorizzarlo, la quota massima del capitale, il numero massimo e le caratteristiche dei titoli che l'emittente si propone di acquistare, nonché il prezzo massimo di acquisto, nonché la durata del programma di riacquisto (cfr. art. 241-2 del *Règlement général Autorité des marchés financiers*).

⁹² La *Rule 9. The mandatory offer and its terms* del *Takeover Code*, consultabile all'indirizzo <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp/rules/rule-9/>, si applica anche agli acquisti operati su sistemi multilaterali di negoziazione, in particolare, in quel contesto, l'AIM UK, in forza del disposto del Par. 3(a), *Introduction*, del *Takeover Code*, che espressamente dispone: « *The Code applies to any company which has its registered office* in the United Kingdom, the Channel Islands or the Isle of Man if any of its securities are admitted to trading on a UK regulated market, a UK MTF, or a stock exchange* »

Ultimo *macro* profilo di disciplina rilevante è quello attinente agli obblighi di trasparenza.

Sul tema, va in primo luogo evidenziato che ai sensi del *Code monétaire et financier* il consiglio di amministrazione delle società con azioni ammesse alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione è tenuto a presentare annualmente all'assemblea generale degli azionisti una Relazione sul governo societario (*Rapport sur le gouvernement d'entreprise* cfr. art. L225-37 CMF), che l'Autorità dei mercati finanziari pubblica con cadenza annuale (cfr. art. L621-18-3 CMF).

Altra relevantissima peculiarità dell'ordinamento francese rispetto a quello italiano è rappresentata dalla disciplina in tema di trasparenza degli assetti proprietari (di cui, nella disciplina nazionale italiana, all'art. 120 TUF, applicabile alle sole società quotate su mercati regolamentati).

Invero, Oltralpe si rende applicabile alle società con azioni ammesse alla negoziazione su MTF registrati come mercati di crescita per le PMI la disciplina dettata dal *Règlement général Autorité des marchés financiers* in tema di partecipazioni rilevanti, in forza del disposto dell'art. 223-15-1 del Regolamento dell'Autorità citato, che espressamente rende applicabili le disposizioni di cui al Paragrafo 1 della *Sous-section 1 - Franchissements de seuils* agli azionisti che detengano più della metà o dei diciannove ventesimi del capitale sociale o dei diritti di voto esercitabili in assemblea. Al raggiungimento di tali soglie, per effetto del rinvio operato dalla disposizione citata, gli azionisti saranno tenuti alla notifica del superamento della percentuale menzionata sia all'emittente che all'Autorità.

Avendo chiare tali premesse, e i cenni forniti sulle menzionate disposizioni di diritto francese, che comunque evidenziano un approccio particolarmente attento del legislatore francese al fenomeno della negoziazione anche sui sistemi multilaterali di negoziazione, nei successivi paragrafi si valuteranno alcuni profili di disciplina che si renderebbero applicabili alle società con azioni negoziate su MTF in conseguenza dell'intervento sull'art. 2325-*bis* c.c. prospettato.

Specie se si considera l'impostazione francese, emergerà che la soluzione proposta è espressione comunque di un approccio moderato al fenomeno, che tenti di compiere un passo in avanti verso la tutela degli operatori del mercato privilegiando tuttavia l'esigenza di mantenere un livello contenuto di imperatività

della disciplina, nell'ottica di incentivazione del ricorso al mercato dei capitali e della conservazione di quel peculiare regime normativo che portava fino a qualche anno ad impiegare la denominazione di mercati "non regolamentati" per riferirsi a tali *trading venues*.

L'applicazione dello statuto normativo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può rappresentare, infatti, una giusta transizione verso una più compiuta regolamentazione legale del fenomeno dell'accesso sulle *trading venues* in esame, che allo stesso tempo non determini l'assoggettamento ad una disciplina eccessivamente opprimente e disincentivante per gli emittenti.

Un modello sovrapponibile a quello francese sarebbe probabilmente, nel contesto italiano, non coerente con le specificità della realtà societaria italiana.

I dati di mercato infatti testimoniano che sebbene gli MTF in Italia costituiscano una realtà di certo non trascurabile, allo stesso tempo la loro rilevanza nel contesto del mercato dei capitali non va eccessivamente enfatizzata né sopravvalutata, bensì considerata nella sua dimensione concreta.

Se il modesto valore della complessiva capitalizzazione delle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione⁹³ può essere letto e parzialmente giustificato alla luce della circostanza che gli MTF, e segnatamente Euronext Growth Milan (in quanto mercato di crescita per le PMI), siano "ontologicamente" rivolti a società di più contenute dimensioni⁹⁴, i dati sulla liquidità del mercato - e in particolare sul valore degli scambi che avvengono sugli MTF italiani⁹⁵, sulle

⁹³ Lo scarto fra il valore della capitalizzazione complessiva di EGM e Vorvel rispetto al mercato regolamentato Euronext Milan è particolarmente ampio (nel 2024, 11,8 miliardi di euro dei primi contro gli 824 miliardi di Euronext Milan, secondo i dati del report annuale di Borsa Italiana disponibile al sito web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁹⁴ Su EGM più della metà degli emittenti ha una capitalizzazione inferiore a 25 milioni di euro, sul mercato regolamentato Euronext Milan poco meno del 36% delle società ha una capitalizzazione pari a 1 miliardo di euro (dati disponibili sul report annuale di Borsa Italiana disponibile al sito web: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

⁹⁵ Il *Bollettino Statistico n. 26/1 - Mercati - gennaio 2025* (consultabile all'indirizzo web <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs26-mercati>), p. 13, evidenzia come il 2024 si sia chiuso con un valore totale dello scambio di azioni su Euronext Growth Milan pari a 2,1 miliardi di euro, e pari a 0,1 miliardi per Vorvel, a fronte di un totale pari a 653,7 miliardi sul mercato regolamentato Euronext Milan.

Quanto al dato del controvalore medio giornaliero degli scambi su EGM, nel periodo gennaio - maggio 2024, questo si attesta sui 65 mila euro, per un controvalore totale pari a 1.067 miliardi (dati dell'Osservatorio ECM di Irtop Consulting consultabili all'indirizzo web: <https://www.osservatorio-ecm.com/performance-liquidita-egm/>).

giornate in cui si sono registrate negoziazioni⁹⁶ e sul numero dei contratti complessivamente conclusi rispetto a strumenti finanziari negoziati su MTF⁹⁷ - rivelano una modestia di cui occorre tenere conto nel valutare, come in tale sede si sta facendo, interventi di riforma sulla disciplina legale delle società emittenti tali strumenti.

Se dai dati di mercato emerge che gli MTF italiani, e segnatamente, per rilevanza, il mercato EGM, soffrono un problema di scarsa liquidità⁹⁸, quest'ultima si affianca al dato, in controtendenza rispetto al primo, della "vivacità" - almeno relativa, se confrontata con il mercato regolamentato Euronext Milan - del numero di società che annualmente scelgono di accedere al mercato EGM⁹⁹.

Se dunque, da un lato, la scarsa movimentazione delle azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione impone di ridimensionare la portata del fenomeno, in termini di rilevanza dello stesso sul mercato dei capitali italiano, tale circostanza non può comunque indurre ad ignorare la sostanziale rilevanza, quantomeno numerica, di tale categoria societaria.

C'è peraltro da considerare un ulteriore fattore. Su Euronext Growth Milan una delle condizioni per l'IPO è che buona parte del flottante (almeno il 7,5%) sia destinato ad investitori istituzionali, i quali verosimilmente costituiscono gli utenti

⁹⁶ Quanto alle giornate di mercato in cui si sono registrati scambi nel periodo gennaio – maggio 2024, queste sono pari al 74% del totale, dato superiore alla media del 2023, pari al 67% (dati forniti dallo stesso studio dell'Osservatorio ECM di cui alla nota precedente).

⁹⁷ Quanto al numero di contratti conclusi su MTF, stando alla Relazione per l'anno 2023 della Consob, riferita all'anno 2023, questo si attesta a 1,03 milioni su EGM e 20,4 mila su Vorvel. Nello stesso anno, il numero di contratti su Euronext Milan è stato invece pari a 66,6 milioni. (dati consultabili al sito web <https://www.consob.it/documents/11973/4329955/ra2023.pdf/ec416168-1a4d-5b3d-55f5-ced625acaa34>).

⁹⁸ Segnalato anche, nella realtà operativa, dall'articolo pubblicato su Teleborsa (e riferito all'anno 2023) *EGM, ci sono le IPO ma manca la liquidità. Mercato "abbandonato" senza interventi strutturali*, consultabile all'indirizzo web <https://www.teleborsa.it/News/2023/12/20/egm-ci-sono-le-ipo-ma-manca-la-liquidita-mercato-abbandonato-senza-interventi-strutturali-61.html>.

⁹⁹ I dati sul totale delle società quotate su Euronext Growth Milan è chiaro in tal senso. Partendo dal 2009, EGM ha assistito su tale fronte ad una crescita notevole e costante, se si considera che si è passati dalle 95 società quotate nel 2017, alle 210 del 2024.

La crescita non si è arrestata, anzi ha subito un notevole incremento anche durante gli anni della pandemia: il 2021 ha registrato un +36 società quotate rispetto al 2020 (da 138 società quotate a 174), salita a 190 nel 2022, e a 203 nel 2023 (Fonte: Borsa Italiana, dati aggiornati al 31 marzo 2025, consultabili al sito: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>).

In particolare, si sono quotate per la prima volta su Euronext Growth Milan nel 2024: Adventure, Bertolotti, Cogefeed, Distribuzione Elettrica Adriatica, EdgeLab, Egomnia, Espe, Finance for food, GT Talent Group, I.CO.P, Kruso Capital, Litix, Mare Engineering Group, Misitano & Stracuzzi, Next Geosolutions Europe, Novamarine, Palingeo, Predict, Smart Capital, Soges Group, Vivenda Group.

più attivi per quanto concerne le operazioni su tale mercato¹⁰⁰. Ciò potrebbe sminuire la necessità di presidi legali in favore degli investitori e dei soci di minoranza, posta la residualità degli investitori *retail* veri e propri. Eppure, non ci si può dimenticare che, facendo negoziare le proprie azioni su sedi di negoziazione, gli emittenti si aprono ad un pubblico non individuato di investitori, e dunque potenzialmente anche di investitori *retail*, per i quali una disciplina più attenta si rende particolarmente necessaria per le esigenze di tutela già evidenziate¹⁰¹. Per tale motivo, la ragionevolezza della proposta modifica dell'art. 2325-*bis* c.c. non perde di solidità.

La disciplina complessivamente applicabile alle società con azioni negoziate su MTF in seguito all'intervento sull'art. 2325-*bis* c.c. prospettato sarebbe dunque ottenuta "sommando" quella della società ordinaria (chiusa) e quella dettata per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, sottraendo però dalla prima le disposizioni che si applicano alle sole società chiuse e dalla seconda quelle dettate per le sole società quotate su mercati regolamentati.¹⁰² A tali disposizioni si aggiungono quelle attualmente dettate per le società negoziate e non applicate alle società diffuse (che costituiscono la maggior parte di quelle componenti il *corpus* normativo delineato *supra*).

¹⁰⁰ Nell'azionariato delle 206 società quotate su EGM al 31 maggio 2024 erano presenti 119 investitori istituzionali, per un investimento complessivo di questi ultimi sugli emittenti EGM pari a 646 milioni di euro. Il 49% degli investitori istituzionali detiene un investimento complessivo fino a 1 milione di euro, il 22% tra 1 e 3 milioni e il 13% detiene un investimento complessivo superiore a 10 milioni. Il valore medio dell'investimento è pari a 4,2 milioni (5,1 milioni nel 2023, 7,2 milioni nel 2022), mentre il valore mediano è pari a 1,0 milioni (0,9 milioni nel 2023, 0,8 milioni nel 2022).

Tra gli investitori più attivi emergono: Algebris Investments (Luxembourg) SARL (66,0 milioni investiti, 67 società partecipate), Banca Mediolanum (57,6 milioni investiti, 55 società), BPER Banca (49,8 milioni investiti, 43 società), First Capital (39,4 milioni investiti, 15 società) e Azimut Holding (36,3 milioni investiti, 67 società).

Le società con il maggior numero di investitori istituzionali sono: Mare Engineering Group S.p.A. (capitale sociale € 4.516.649,32 di cui il 44,98% destinato al mercato - n. 101 investitori istituzionali); Alfonsino S.p.A. (capitale sociale € 143.680,00, di cui il 47% destinato al mercato - n. 24 investitori istituzionali); Cofle S.p.A. (capitale sociale € 615.599,60, di cui 19,94% destinato al mercato - 22 investitori istituzionali).

I dati sopra forniti citano lo studio dell'Osservatorio ECM di Irtop Consulting, consultabile all'indirizzo web: <https://www.osservatorio-ecm.com/investitori-istituzionali-su-egm/>.

¹⁰¹ Invero, sebbene poche, ci sono in verità alcune società quotate su EGM che si qualificano come società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (19 nel 2024), presentando un azionariato estremamente diffuso e con soci di titolari di partecipazioni irrisorie per i quali una più specifica attenzione da parte del legislatore appare giustificata.

¹⁰² La stessa "sommatoria" si opera per ricavare lo statuto delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Così D.U. SANTOSUOSSO, *Sub artt. 2325-2325-bis*, in D.U. SANTOSUOSSO, *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, in E. GABRIELLI (a cura di) *Commentario del Codice Civile*, Milano, UTET, 628.

7.1. I problemi della nuova assemblea “a porte chiuse”.

Dall'analisi delle principali norme in tema di assemblea, che si renderebbero applicabili alle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, non paiono porsi eccessivi impedimenti alla realizzazione di un tale intervento. Discutibile è, al contrario, l'introduzione, già perfezionata dalla Legge Capitali, della possibilità che la società privi i soci del diritto di intervento in assemblea¹⁰³, imponendo che questo sia esercitato mediante il rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies*.1 TUF¹⁰⁴, secondo una soluzione non condivisa da alcun altro ordinamento europeo¹⁰⁵.

Se tale misura può essere accolta con favore dalle società, che si ritrovano a poter beneficiare della possibilità di svolgere l'assemblea con minori “lungaggini”, a conclusioni opposte si giunge se la medesima viene valutata guardando ai soggetti che la “subiscono”, ossia gli azionisti. Invero, se da un lato può dirsi che la norma si limiti ad introdurre solo una diversa modalità di esercizio dei diritti di intervento e di voto dei soci, tale affermazione può ritenersi condivisibile solo se si considerano le assemblee delle società quotate su mercati regolamentati.

¹⁰³ La *ratio* della norma emerge dalla Relazione illustrativa del governo, di accompagnamento al cd. disegno di legge Capitali (menzionata nel Dossier della Camera dei Deputati, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, del 2 febbraio 2023, 40 ss., consultabile all'indirizzo <https://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/FI0027b.pdf>) che evidenzia come l'assemblea abbia ormai perduto la sua funzione «informativa, di dibattito e di confronto essenziale al fine della definizione della decisione di voto da esprimere». Invero, si rileva che il modello decisionale dei soci «si articola, sostanzialmente, in tre momenti: la presentazione da parte del consiglio di amministrazione delle proposte di delibera dell'assemblea; la messa a disposizione del pubblico delle relazioni e della documentazione pertinente; l'espressione del voto del socio sulle proposte del consiglio di amministrazione».

Si ritiene conseguentemente che il socio maturi la decisione di voto al di fuori e già prima dell'assemblea.

¹⁰⁴ L'istituto in esame non configura in verità una novità assoluta nel nostro ordinamento. Invero, la figura era già stata introdotta dall'articolo 106, commi 4 e 5 del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, che ha introdotto specifiche disposizioni sullo svolgimento delle assemblee nel particolare contesto legato all'epidemia da COVID-19, in coerenza con i divieti ai raggruppamenti di persone e agli spostamenti sul territorio nazionale, introdotti temporaneamente.

Le disposizioni citate anticipavano il TUF sia in quanto all'obbligatorietà dell'intervento tramite rappresentante designato, sia in relazione alla possibilità di conferire a quest'ultimo deleghe o sub-deleghe di voto ai sensi dell'art. 135-*novies*, e, infine, anche in quanto all'applicazione di tali previsioni alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (art. 106, co. 5).

¹⁰⁵ Così rileva la Consob, *Audizione del Presidente e del Direttore Generale al Senato della Repubblica - sesta Commissione permanente (Finanze e Tesoro)*, 20 giugno 2023, 8, «non risultano norme analoghe a quella proposta in nessun altro ordinamento dell'UE e di altri paesi comparabili».

Con riferimento a tali società, infatti, l'applicazione dei commi 2 e 3 dell'articolo 135-*undecies*.1 TUF, che richiamano¹⁰⁶ gli artt. 126¹⁰⁷ e 127-*ter*¹⁰⁸ del TUF, riesce ad armonizzare, almeno parzialmente, i potenziali vantaggi discendenti dallo svolgimento delle assemblee “a porte chiuse” con la necessità di consentire ai soci di partecipare alla discussione, sostanzialmente “anticipando” a prima dell'assemblea¹⁰⁹ la possibilità di inserirsi nel dibattito quantomeno avanzando proposte di delibere o domande alla società.

Nel caso di società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, invece, le norme del TUF citate non trovano applicazione¹¹⁰, in quanto ad esse si applica solo il primo comma dell'art. 135-*undecies*.1 TUF, rendendo così l'articolo in esame fonte di una compressione potenzialmente insostenibile dei diritti degli azionisti di intervento e voto in assemblea. Invero, non richiamandosi gli artt. 126 e 127-*ter* del TUF, non si vede come il socio possa contribuire concretamente al dibattito, non potendo né partecipare fisicamente all'adunanza (sebbene ormai si dica che in tale sede tendenzialmente la volontà dei soci è già formata¹¹¹), né sottoporre alla società le sue considerazioni in un momento antecedente. Norme del tenore pari agli artt. 126 e 127-*ter* TUF, del resto, non si rinvencono nel codice

¹⁰⁶ Richiamo, peraltro, non privo di aporie, come evidenziato da A.M. LUCIANI, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella “legge capitali”*, in *Le Società*, 7, 2024, 829.

¹⁰⁷ Ai sensi dell'art. 126, co. 2 TUF, i soci possono presentare individualmente proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno ovvero proposte la cui presentazione è altrimenti consentita dalla legge entro il quindicesimo giorno precedente la data della prima o unica convocazione dell'assemblea.

¹⁰⁸ Ai sensi dell'art. 127-*ter*, co. 1 TUF, coloro ai quali spetta il diritto di voto possono porre domande sulle materie all'ordine del giorno anche prima dell'assemblea. Alle domande pervenute prima dell'assemblea è data risposta al più tardi durante la stessa.

¹⁰⁹ In particolare, ai sensi del comma 3 dell'art. 135-*undecies*.1 TUF, il diritto di cui all'art. 127-*ter* è esercitato unicamente prima dell'assemblea e la società fornisce almeno tre giorni prima dell'assemblea le risposte alle domande pervenute.

¹¹⁰ Cfr. Art. 119 TUF.

¹¹¹ Lo svilimento della funzione dell'assemblea societaria di sede di dibattito e discussione fra soci è stata denunciata da più parti in dottrina e dallo stesso legislatore nella Relazione al disegno di legge capitali.

Si veda sul punto in dottrina in particolare C. MARCHETTI E M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Le Società*, 7, 2024, 822, che rileva che «chiunque abbia vera, concreta, quotidiana esperienza di partecipazione alle assemblee di società quotate non può ignorare la realtà: ossia che solo in casi eccezionali e sempre più rari - tanto eccezionali e rari da non poter costituire una base empirica sulla quale legiferare - l'assemblea “fisica”, in presenza, realizza effettivamente quella virtuosa occasione di confronto dialettico che può indurre i soggetti coinvolti a individuare soluzioni preferibili, a fornire chiarimenti di generale utilità, a modificare costruttivamente le proprie posizioni e individuare compromessi tra posizioni divergenti», nonché, anche per ulteriori riferimenti, S.P. ROSSI, *Art. 11 – Svolgimento delle assemblee della società per azioni quotata*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di) *Commentario alla Legge Capitali. Collana i commentari di giurisprudenza e dottrina*, Pisa, Pacini Editore, 2024, 73.

civile, che anzi manca di disciplinare il concreto svolgimento del dibattito assembleare¹¹².

Essendo stata così confermata la norma dal legislatore del 2024, ferme restando le ragionevoli perplessità di chi ha ritenuto che la soppressione del momento di fisico (o virtuale) confronto fra i soci pone in relazione alle prerogative intrinseche della partecipazione azionaria¹¹³ e con le esigenze di tutela dei soci di minoranza¹¹⁴, occorre che si considerino a fondo i rischi che, quantomeno per l'esclusione dell'applicazione dell'intero articolo 135-*undecies*.1 TUF, emergono con riguardo alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Nemmeno accettabile va ritenuta la poca chiarezza della norma in relazione alla disciplina del conferimento delle deleghe da parte dei soci al rappresentante designato¹¹⁵. Invero non è possibile affermare con assoluta certezza, stando al dato

¹¹² G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. 2. Diritto delle società*, Milano, UTET, 2024, 320.

¹¹³ A.M. LUCIANI, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella "legge capitali"*, in *Le Società*, 7, 2024, 829, il quale in particolare rileva che «è auspicabile che il legislatore eviti di assecondare istanze (quale quella dello *shareholder weakening*) che non dovrebbero trovare spazio nell'ordinamento societario, essendo piuttosto necessario proseguire nella direzione dettata dal legislatore europeo, rafforzando i diritti partecipativi dei soci, al fine di favorirne l'attivismo ed il coinvolgimento a lungo termine».

Stesse perplessità sono sollevate dalla Consob, *Audizione del Presidente e del Direttore Generale al Senato della Repubblica - sesta Commissione permanente (Finanze e Tesoro)*, 20 giugno 2023, 8, «tale disposizione incide, infatti, sui diritti degli azionisti e sulla partecipazione assembleare³ e non appare in linea con i principi ispiratori della direttiva c.d. Shareholders Right (2007/36/CE)».

¹¹⁴ Evidenzia i rischi che l'innovazione comporta rispetto al rapporto fra minoranza e maggioranza, G.D. MOSCO E F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, 23, che rilevano che «la totale eliminazione della presenza fisica (o tramite un proprio rappresentante di fiducia) dei soci e dunque del dibattito tra diverse opinioni (e su argomenti anche diversi da quelli già programmati), che poi conduce a esprimere il voto dopo aver valutato quale sia preferibile, potrebbe rappresentare comunque l'interruzione di un percorso utile soprattutto per le minoranze al fine di garantire una maggiore dialettica con i soci di controllo».

¹¹⁵ Il richiamo all'art. 135-*novies* ha posto l'interrogativo circa la possibilità di conferire al rappresentante designato ex art. 135-*undecies*.1 deleghe ordinarie prive di indicazioni di voto, lasciando così il rappresentante designato libero di decidere se e come votare.

Tale possibilità è esclusa espressamente dall'art. 135-*undecies*, che viene richiamato dall'articolo 135-*undecies*.1, fatta eccezione per il comma 4.

Tale comma prevede che «Al soggetto designato come rappresentante non possono essere conferite deleghe se non nel rispetto del presente articolo». Il comma, dunque, impone di conferire le deleghe al rappresentante designato con istruzioni di voto, in quanto solo in tal modo la delega viene conferita «nel rispetto del presente articolo», che richiede, al comma 1, l'indicazione nella delega dell'istruzione di voto.

La deroga espressa al co. 4 da parte dell'art. 135-*undecies*.1 comporta che non si possa affermare con assoluta certezza che al rappresentante designato ad intervenire in luogo dei soci in assemblea debba darsi delega necessariamente con istruzioni di voto.

Va però tenuto conto dell'orientamento emerso sotto la legislazione emergenziale, durante la quale sia la dottrina che la Consob avevano espresso un'opinione che tendeva ad applicare la previsione della necessaria indicazione delle istruzioni di voto anche per le deleghe al rappresentante ex art. 135-*undecies*.1. In particolare, la Consob affermava nettamente che «al rappresentante designato dalla società possano essere conferite solo deleghe con istruzioni di voto sulle singole materie all'ordine del giorno su cui si intende votare e che anche le deleghe o subdeleghe ex art. 135-*novies*

letterale dell'art. 135-*undecies*.¹ TUF, che sia necessario che la delega conferita al rappresentante contenga le istruzioni di voto¹¹⁶, come sarebbe opportuno considerando che tale soggetto viene nominato dalla società, senza peraltro che siano previsti dall'art. 135-*undecies* TUF requisiti di indipendenza di tale figura dalla società e dalla maggioranza.

7.2. Tipicità delle cause di recesso *ex lege* e recesso da società costituita a tempo indeterminato.

Come ampiamente sostenuto dalla dottrina, il diritto di recesso è stato concepito dalla riforma del 2003 come un diritto volto a garantire ai soci di minoranza¹¹⁷ l'*exit*¹¹⁸ dalla società e la conseguente anticipazione della liquidazione della partecipazione, dovuta ai sensi dell'art. 2350 c.c.¹¹⁹. Il diritto è tuttavia esercitabile solo al ricorrere della condizione di cui all'art. 2437, co. 1 c.c., ossia la circostanza

del TUF al rappresentante designato debbano contenere istruzioni di voto per essere considerate efficaci» (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, *Covid-19 –Decreto Legge 17 marzo 2020, n. 18 – Comunicazione in merito alle assemblee delle società con azioni quotate*, Comunicazione Consob n.2/2020 del 10 aprile 2020, 3, disponibile al sito https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/c20100410_3.pdf/a0cfa5e1-55ba-8fa3-35ac1a3e37448c8e).

La dottrina, d'altra parte, riteneva che «il destinatario delle delega rimane pur sempre il rappresentante designato quale previsto e disciplinato nello stesso art. 135-*undecies*», con conseguente applicazione integrale della disciplina per esso dettata dall'art. 135-*undecies* medesimo.

¹¹⁶ Ed infatti ritiene che non sia necessario, ma solo opportuno, dare istruzioni di voto nella delega al rappresentante designato G. SERAFIN, *Il ricorso in via esclusiva del rappresentante designato dal decreto "cura Italia" alla c.d. legge capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2025 104.

¹¹⁷ In tema di diritto di recesso, va chiarito che i concetti di «maggioranza» e «minoranza» non sono tanto concetti riferiti alla quota di capitale complessivamente detenuta, bensì al concreto potere esercitabile in assemblea», così U. MORERA, M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, 116.

¹¹⁸ Il diritto di *exit* e i diritti di *voice* costituiscono i presidi che tradizionalmente si rinvenivano nel diritto societario a tutela della minoranza. Si veda sul punto A. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge (Ma), Harvard University Press, 1970.

¹¹⁹ Così, fra gli altri, L. SALVATORE, *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629.

che il socio non abbia concorso all'adozione di una delle deliberazioni individuate dalla stessa norma¹²⁰.

Le cause di recesso tipizzate dall'articolo citato valgono peraltro sia per le società chiuse, che per quelle aperte. Invero, in queste ultime, la circostanza che esista un mercato secondario sul quale disfarsi delle azioni deve essere parametrata alle modalità, in termini di prezzo di cessione delle stesse, alle quali il disinvestimento può avvenire. Il valore della partecipazione può essere significativamente inciso dall'adozione della delibera adottata, mentre la liquidazione in sede di recesso è un valore tendenzialmente più stabile.

Se questo è vero, la disposizione di cui al comma 3 dell'art. 2437 c.c., che esclude che lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio possa prevedere ulteriori cause di recesso, pare imporre una condizione sfavorevole per gli azionisti di tale società.

Non può non considerarsi, tuttavia, che: i) resta fermo il diritto di recesso *ex lege* in caso di adozione delle delibere più significativa per la società (e quindi maggiormente in grado di incidere sul valore della partecipazione in sede di cessione della stessa); ii) deve essere temperato l'interesse della società a non subire gli oneri e i costi connessi al recesso¹²¹; iii) in ogni caso, i soci non sono così destinati ad essere "intrappolati" nella società, venendo il diritto di *exit* comunque garantito dal mercato secondario sul quale essi possono agevolmente effettuare il disinvestimento¹²². Una tale preclusione alla possibilità di introdurre nello statuto cause ulteriori di recesso non può dunque essere considerata preclusiva all'estensione dello statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio alle società con azioni negoziate su MTF¹²³.

¹²⁰ In tal modo, il diritto di recesso non si configura tanto come un diritto incorporato nel titolo azionario, bensì specificamente connesso e discendente dalla verifica in concreto di una delle cause di recesso. In tali termini si è espressa la Suprema Corte, in Cass. Civ., Sez. I, 8 novembre 2005, n. 21641.

¹²¹ F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 5, 2022, 817, nt. 834.

¹²² G. SCARCHILLO, *Sub Art. 2437*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al Codice Civile*, Milano, Giuffrè, 2010, 375.

¹²³ Del resto, F. FORNASARI, *Quotazione*, cit., 834, sostiene, a prescindere dalla riflessione sulla formulazione dell'art. 2325-bis c.c., che l'esclusione della possibilità che lo statuto preveda ulteriori cause di recesso dovrebbe ugualmente ritenersi applicabile alle società con azioni negoziate su MTF in quanto «il legislatore ha escluso che i soci delle società con titoli che abbiano una certa liquidità possano avvalersi di questa possibilità, in considerazione dei rischi e delle difficoltà organizzative che il recesso comporta, oltre al fatto che le deliberazioni ritenute più importanti per

Il fenomeno della negoziazione delle azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione ha portato poi una certa dottrina¹²⁴ a valutare le conseguenze dell'applicazione del secondo comma dell'art. 2437 c.c. alla categoria di società menzionata. Il problema, del resto, si pone tanto nel caso in cui che si ritenga applicabile a tali società lo statuto normativo del modello base di S.p.A., tanto che si prospetti la qualificazione della stessa in termini di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio.

In entrambi i casi, infatti, il socio di società con azioni negoziate su MTF sarebbe legittimato a recedere dalla società diversa da quella *con azioni quotate su mercati regolamentati* e costituita a tempo indeterminato essendo tenuto unicamente a fornire alla stessa un preavviso di almeno centottanta giorni, salvo il maggior termine, comunque, non superiore ad un anno, che lo statuto può aver previsto.

In verità, ragionevolmente, la dottrina menzionata ritiene che alle società con azioni quotate su mercati di crescita per le PMI debba applicarsi la norma derogatoria prevista per le società con azioni quotati su mercati regolamentati, essendo anche le prime sedi di negoziazione «consegnate in modo da assicurare un determinato livello di liquidità delle azioni nel mercato secondario», e quindi in grado di garantire l'*exit* ai soci «evitando le conseguenze pregiudizievoli per la società dell'esercizio del recesso stesso»¹²⁵.

Sia per quanto concerne l'esclusione della possibilità di prevedere ulteriori casi di recesso, che in quello appena citato del mancato riconoscimento del recesso da un rapporto con la società a tempo indeterminato, l'opinione in tale sede condivisa si configura in linea con l'obiettivo di incentivare l'accesso al mercato da parte delle società, contemperando le esigenze degli investitori che non vengono da tali soluzioni normative (eccessivamente) pregiudicate.

l'organizzazione del governo societario sono comunque ricomprese fra le cause di recesso di cui al comma primo. Si noti inoltre che il trading delle azioni ha due conseguenze particolari che incidono sulla logica di funzionamento sottostante alla possibilità di introdurre cause di recesso statutarie. Da un lato, vi deve essere un flottante minimo distribuito fra un pubblico piuttosto vasto di azionisti che, almeno in teoria, dovrebbero vigilare rispetto all'adozione di delibere che avvantaggino esclusivamente la maggioranza a dispetto degli altri azionisti. In secondo luogo, deliberazioni che hanno l'effetto di ledere il "valore" della partecipazione sociale dovrebbero incidere negativamente sul prezzo delle azioni (135), influenzando immediatamente anche il patrimonio dei soci di maggioranza in maniera molto più netta di quanto non avvenga nel caso di società le cui azioni non siano negoziate.»

¹²⁴ F. FORNASARI, *Quotazione*, cit., 830 ss.

¹²⁵ F. FORNASARI, *Quotazione*, cit., 828 ss.

7.3. Le azioni a voto plurimo.

Considerando la disciplina in tema di azioni a voto plurimo, la riconduzione delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione nella categoria societaria di cui all'art. 2325-*bis* c.c. configura un intervento non solo migliorativo del panorama normativo attuale, ma anche funzionale a risolvere talune criticità che esso presenta.

In particolare, occorre subito chiarire che già si applica alle società con azioni negoziate su MTF, in quanto parte dello statuto normativo generale del modello base di società per azioni, la disposizione di cui all'art. 2351, co. 4 c.c., che consente l'emissione di azioni a voto plurimo. Tali azioni conferiscono al titolare delle stesse fino a un massimo di dieci voti, in deroga al principio del *one share one vote*¹²⁶.

Ebbene, in tal modo, per la categoria di società in esame, diversamente da quanto previsto per la società con azioni quotate su mercati regolamentati, nella valutazione delle contrapposte esigenze di garanzia del controllo societario in capo a taluni soci, da un lato, e, dall'altro, di contendibilità della società, la disciplina privilegia certamente la prima.

Del resto, tale scelta non è di certo astrattamente criticabile nell'ottica del raggiungimento dell'obiettivo di favorire il ricorso delle società italiane ai mercati. Se si considera la tradizionale avversione delle società italiane per tale forma di finanziamento, e la concreta base tendenzialmente familiare, o comunque ristretta e controllata, dell'azionariato delle stesse, si comprende come la norma sulle azioni a voto plurimo sia in linea con la finalità menzionata in apertura. L'adozione delle azioni a voto plurimo, è idonea, infatti, a "rassicurare" i soci *founders* e di maggioranza: emettendo tali azioni, essi possono accedere al mercato del capitale di rischio e comunque mantenere il controllo dell'assemblea sociale ed evitare un'eccessiva diluizione della partecipazione¹²⁷.

¹²⁶ Come è noto, il limite numerico di voti che la singola azione può attribuire all'azionista è stato elevato da tre a dieci ad opera della cd. Legge Capitali (cfr. art. 13, comma 1, L. 5 marzo 2024, n. 21)

¹²⁷ Rileva efficacemente il Considerando (2) della *Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI*, 2, «Il timore di perdere il controllo della società costituisce un importante deterrente per gli azionisti di controllo dall'accedere a un mercato pubblico, quale un sistema multilaterale di negoziazione. L'ammissione alla negoziazione comporta solitamente

In tale ottica si è mosso il legislatore italiano nel 2024, prevedendo, all'interno della menzionata Legge Capitali (art. 13), l'incremento dei voti che la singola azione può attribuire al relativo titolare, e del moltiplicatore del voto maggiorato nelle società quotate¹²⁸.

In tale linea si sta muovendo anche l'Unione Europea, che, nell'ambito del pacchetto di riforme del cd. *Listing Act*, ha adottato la Direttiva (UE) 2024/2810 (in vigore dallo scorso Ottobre 2024) "sulle strutture con azioni a voto plurimo¹²⁹ nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione¹³⁰".

La Direttiva impone agli Stati Membri (Art. 3) di garantire alle società nazionali il diritto di prevedere nei propri statuti¹³¹ azioni a voto plurimo *per* l'ammissione alla negoziazione di azioni in un MTF in uno o più Stati membri, e

una diluizione della proprietà degli azionisti di controllo, riducendo così la loro influenza su importanti decisioni di investimento e operative. Il mantenimento del controllo della società può essere di particolare importanza per gli azionisti di controllo delle start-up e delle imprese con progetti a lungo termine che richiedono notevoli costi iniziali, in quanto potrebbero voler perseguire la loro visione senza essere troppo esposti alle fluttuazioni del mercato».

¹²⁸ L'idoneità degli istituti delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato ad incrementare la propensione delle società italiane al ricorso al mercato del capitale di rischio è stata segnalata già dal Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che ha riconosciuto che «Tra le altre possibili aree di evoluzione dell'ordinamento è stata inoltre avviata una riflessione sull'efficacia delle previsioni normative che consentono un potenziamento dei diritti di voto (voto plurimo e maggiorato) e sull'opportunità di un possibile potenziamento di tali misure per favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione, come richiamato in numerosi studi», p. 32.

¹²⁹ Per «struttura con azioni a voto plurimo» si intende la struttura azionaria di una società contenente almeno una categoria di azioni a voto plurimo (Art. 3, n. 3, Direttiva (UE) 2024/2810).

¹³⁰ Si segnala che l'ambito di applicazione della Direttiva è stato ampliato in sede di adozione del testo finale della stessa, che oggi ricomprende le società che chiedono l'ammissione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione, laddove la Proposta di Direttiva (disponibile all'indirizzo web: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52022PC0761>), faceva riferimento alla sola futura ammissione alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI.

In particolare, l'attuale art. 1 della Direttiva stabilisce, quanto all'oggetto e all'ambito di applicazione della Direttiva medesima, che «la presente direttiva stabilisce norme comuni sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in sistemi multilaterali di negoziazione, che comprendono i mercati di crescita per le PMI, e che non hanno alcuna azione già ammessa alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato regolamentato».

¹³¹ In particolare, quanto alle modalità di adozione delle azioni a voto plurimo, l'art. 3 della Direttiva prevede che «Gli Stati membri garantiscono che la decisione della società di adottare una struttura con azioni a voto plurimo sia presa dall'assemblea generale degli azionisti («assemblea generale») almeno a maggioranza qualificata, come specificato nel diritto nazionale. Gli Stati membri non subordinano l'adozione di una struttura con azioni a voto plurimo alla concessione di diritti economici potenziati per le azioni senza diritti di voto potenziati. Ai fini del primo comma, qualora vi siano più categorie di azioni, la decisione di adottare una struttura con azioni a voto plurimo è altresì soggetta a votazione distinta per ciascuna categoria di azioni i cui diritti sono interessati».

corrispondentemente impone agli Stati il divieto di impedire l'ammissione alla negoziazione in ragione dell'adozione di una struttura societaria con azioni a voto plurimo (ossia impedisce di adottare un divieto di prevedere azioni a voto plurimo pari a quello previsto, nell'ordinamento italiano, per le società con azioni quotate su mercati regolamentati¹³²).

L'introduzione delle azioni a voto plurimo è specificamente funzionale all'ammissione della società alla negoziazione in MTF. Invero, alle società ancora "chiuse" è garantito il diritto menzionato solo in quanto esse stiano per accedere alla negoziazione su tali sedi di negoziazione, ed infatti la norma prosegue specificando che la Direttiva include il diritto di adottare tali "strutture" «in tempo utile prima di chiedere l'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI», e che significativamente l'esercizio dei diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo possa essere subordinato all'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri.

Sebbene appaia consolidata la scelta del legislatore nazionale ed europeo di favorire un tale abbandono del principio del *one share one vote*, nell'ottica di incentivare l'apertura della società, non possono trascurarsi le implicazioni di tale scelta. Invero, la garanzia (e l'incentivazione) del consolidamento della partecipazione dei soci di maggioranza non pone i medesimi profili di encomio se guardata dal lato degli investitori¹³³, i quali ben potrebbero essere, al contrario, disincentivati dall'investire in una società nella quale sanno risultare improbabile tanto, quanto alla gestione della società, l'adozione di misure non condivise dalla maggioranza, quanto, in generale, la scalata verso il controllo.

Come è stato rilevato in dottrina¹³⁴, a fronte di società che in Italia accedono ai mercati con assetti proprietari già ben consolidati, una ulteriore cristallizzazione (o il rafforzamento) della partecipazione di maggioranza potrebbe portare il sistema a pendere eccessivamente dal lato della tutela del controllo societario.

¹³² Cfr. 127-*sexies*, co. 1, TUF.

¹³³ Il già citato studio di Assolombarda del 2024 (*Il Capitale di rischio, priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*) ricorda correttamente, a beneficio di tutti, che «Ogni insuccesso di mercato non è mai solo un problema di domanda, ma anche di trovare un'offerta che si adatti sempre meglio ai bisogni», pag. 89.

¹³⁴ G.D. MOSCO E F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, 23.

Invero, occorre considerare che già il panorama della *governance* delle società (quotate) italiane non è esattamente incentivante per gli investitori, se si considera che in media la partecipazione del primo azionista è pari al 49.1%, che sale al 57.3% nel caso di società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo¹³⁵.

Detto ciò, occorre tuttavia riconoscere che, quando si considera specificamente la realtà delle società PMI quotate o con prospettive di quotazione su mercati di crescita per le PMI occorre ritenere che probabilmente, in tali casi, la permanenza della possibilità di emettere azioni a voto plurimo sia da accogliere con favore¹³⁶.

Tale posizione si motiva non soltanto considerando la finalità di favorire il ricorso di tali società ai mercati mobiliari, di cui si è detto in apertura, ma anche alla luce di un fattore ulteriore. Bisogna infatti considerare che quelli di cui si tratta costituiscono contesti societari per i quali l'esigenza di reperire risorse necessarie al consolidamento del *business* si affianca a quella altrettanto evidente di evitare che il risultato dei molteplici *round* di finanziamento in *equity* non sia quello di realizzare una diluizione eccessiva della partecipazione dei fondatori nella loro stessa società¹³⁷.

Contestualmente, quando si tratta di *start-up* e PMI *innovative*, è forse addirittura opportuno che la gestione d'impresa rimangano nella disponibilità di chi (i *founders*) ha più contezza della linea che si intende sviluppare.

Così posta la questione, parrebbe ragionevole conservare la facoltà di prevedere azioni a voto plurimo in luogo delle *loyalty shares* nelle società con azioni negoziate su MTF, e sarebbe invece stridente con la stessa la facoltà che viene conferita ai soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera di adozione delle azioni a voto plurimo di recedere dalla società, ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. g)

¹³⁵ Dati riportati nell'ultimo *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane* disponibile (2023), consultabile all'indirizzo web <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2023.pdf/a0a36447-9dba-8a5d-c79a-d0499fdffbds>.

¹³⁶ In tal senso anche la Consob, *Audizione del Presidente e del Direttore Generale al Senato della Repubblica - sesta Commissione permanente (Finanze e Tesoro)*, 20 giugno 2023, 9, «Il voto multiplo, infatti, potrebbe incentivare il ricorso al mercato da parte di società di ridotte dimensioni, fornendo uno strumento di stabilità all'assetto proprietario e decisionale».

¹³⁷ In linea con quanto detto, M. BINI, *Il super-voto (one share - ten votes): quando e a chi serve?*, *Le Società*, 7, 2024, 852, individua solo nelle «aziende chiuse in fase di rapida crescita» (insieme a quelle «operanti in settori soggetti a forti discontinuità in un contesto di grande incertezza») l'opportunità di «beneficiare dall'adozione di una prospettiva gestionale di lungo termine, tramite il ricorso alle azioni a voto multiplo».

c.c., che consente agli investitori di così ridurre la patrimonializzazione della società¹³⁸.

7.4. Il limite quantitativo al *buy-back* di azioni.

In tema di acquisto di azioni proprie le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione sono assoggettate all'obbligo di parità di trattamento degli azionisti *ex art. 132 TUF* nello svolgimento dell'operazione di *buy-back*, ma non, come accadrebbe in caso di qualificazione in termini di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, al limite quantitativo previsto per queste ultime dall'*art. 2357, co. 3 c.c.*

In forza di tale disposizione, il valore nominale delle azioni proprie acquistate non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.

L'applicazione di tale limitazione comporta implicazioni positive o negative a seconda del punto di vista assunto¹³⁹. Se l'obiettivo è quello di favorire gli investimenti e la contendibilità delle società, l'estensione della norma va accolta con favore, evitando che il gruppo di controllo possa ottenere una «cristallizzazione degli interni rapporti di potere»¹⁴⁰.

¹³⁸ Effetto evitato, invece, nelle società quotate su mercati regolamentati in relazione alla delibera di adozione delle azioni a voto maggiorato, come evidenziato da G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in M. CERA G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1692.

¹³⁹ Le finalità che possono motivare l'acquisto di azioni proprie da parte della società sono molteplici, e sono ben sintetizzate in S.A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Riv. Soc.*, 2004, 330 ss. In particolare, l'A. individua: *i*) l'esigenza di disporre di uno *stock* per l'attuazione di piani di azionariato, per la conversione di obbligazioni convertibili o con *warrant*, per scambiarle nell'ambito di accordi di cooperazione o *joint ventures*, nonché di operazioni straordinarie; *ii*) l'opportunità di distribuire le azioni ai soci in alternativa al dividendo; *iii*) l'esigenza di regolarizzare l'andamento del titolo sul mercato o accrescerne la liquidità; *iv*) ridefinire la struttura finanziaria della società in occasione di una riduzione del capitale sociale; *v*) predisporre una difesa contro le scalate ostili o comunque rafforzare il controllo del gruppo di comando.

¹⁴⁰ Così M. BIONE, *Sub Art. 2357*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Società di Capitali. Commentario. Volume Primo*, Napoli, Jovene Editore, 2004, 362, che evidenzia come tale cristallizzazione si ottenga «attraverso l'acquisto e la sottrazione delle azioni alla libera circolazione».

D'altra parte, l'acquisto di azioni proprie si configura tradizionalmente come strumento attraverso il quale la società può opporsi alle scalate ostili¹⁴¹, riducendo mediante tale operazione il flottante disponibile e in circolazione¹⁴².

Resta ferma, tuttavia, l'esigenza primaria, che può giustificare l'estensione della limitazione anche alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, di evitare «l'irreperibilità delle azioni sul mercato» e quindi il pregiudizio (in termini di difficoltà di concludere l'acquisto o di incrementi di prezzo conseguenti alla riduzione del numero dei titoli in circolazione) per i soci che intendano incrementare la loro partecipazione nella società¹⁴³.

7.5. Gli spunti provenienti dal Regolamento EGM.

Una disciplina maggiormente stringente e approfondita del fenomeno della negoziazione di azioni sui sistemi multilaterali di negoziazione, ed in particolare sui mercati di crescita per le PMI, è quella avente fonte convenzionale. In particolare, si prenderà in tale sede in specifica considerazione la regolamentazione di quello che, come si diceva in apertura, costituisce il principale MTF operante in Italia, ossia Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, il cui regolamento (di seguito, anche il “Regolamento EGM”) si connota per l'applicazione di una disciplina particolarmente stringente in capo alle società che su di esso intendono far quotare le proprie azioni¹⁴⁴.

Gli operatori del mercato hanno anticipato il legislatore nel riconoscere la rilevanza della quotazione e negoziazione di azioni su MTF in relazione alle esigenze di tutela che da esso scaturiscono, e nel predisporre apposite regole volte a soddisfarle. Il che si realizza, collocandosi in un contesto di rapporti fra privati, mediante la prestazione del consenso degli emittenti che intendono accedere al

¹⁴¹ J.H. FARRAR, B. HANNIGAN, *Farrar's Company law*, Londra, Butterworths, 1998.

¹⁴² N. DE LUCA, *Le azioni*, in V. DONATIVI (a cura di), *Trattato delle società. Tomo II*, Torino, UTET, 2022, 736.

¹⁴³ O. CAGNASSO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in O. CAGNASSO, L. PANZANI (a cura di) *Le Nuove s.p.a. Volume Primo. La s.p.a. Profili Comparatistici. La costituzione*, Bologna, Zanichelli, 2013, 436.

¹⁴⁴ Il regolamento di mercato costituisce un atto negoziale unilateralmente predisposto dagli organi societari del gestore del mercato, dal contenuto e dalle funzioni eterogenee. Da un lato, infatti, delinea i requisiti di accesso e permanenza degli emittenti sul mercato gestito, e quindi disciplina i connotati necessari della relazione fra mercato ed emittenti. D'altra parte, il regolamento delinea le caratteristiche e il funzionamento del mercato stesso, e altresì individua obblighi generali per gli operatori coinvolti nelle negoziazioni.

mercato alle condizioni imposte dallo stesso¹⁴⁵. Emittente e mercato concludono così un contratto, avente natura di contratto per adesione¹⁴⁶, contenente condizioni unilateralmente predisposte da una delle parti (il gestore del mercato) che assurgono a condizioni generali di contratto¹⁴⁷, alle quali l'emittente propone di aderire mediante la domanda di ammissione al mercato.¹⁴⁸

Si tratta di obblighi finalizzati alla tutela degli interessi che la quotazione e la successiva negoziazione degli strumenti finanziari fanno emergere e che coinvolgono tanto i soci attuali della società (specie quelli di minoranza – si consideri la disciplina dell'OPA endosocietaria), quanto i potenziali futuri azionisti e, in generale, il pubblico degli investitori.

Del resto, EGM è registrato come mercato di crescita per le PMI, e offre dunque il servizio di *listing* a società che tendenzialmente non presentano, sul piano imprenditoriale, solide garanzie per gli investitori¹⁴⁹. Trattandosi tendenzialmente del primo accesso al mercato dei capitali, è necessario, per garantire l'appetibilità dei titoli ivi quotati, che sia il mercato stesso a “rassicurare” gli investitori circa la ragionevolezza dell'investimento.

Conseguentemente, il Regolamento del mercato Euronext Growth Milan adotta una disciplina che, ad esempio, impone alle società di fornire al mercato in sede di

¹⁴⁵ In particolare, C. MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2010, 705, evidenzia la *natura complessa* del regolamento del mercato, che si esplica nell'essere quest'ultimo, contestualmente, fonte di autodisciplina (disciplina interna del mercato), sia, quanto ai rapporti scaturenti dall'ammissione al mercato, fonte eteronoma degli stessi.

¹⁴⁶ Tale qualificazione è tendenzialmente condivisa dalla dottrina. Si veda, fra gli altri, V. TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1027.

¹⁴⁷ Particolarmente interessante è l'osservazione operata da M. VENTORUZZO *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di 'cancellazione' di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2005, 710 ss, 728, il quale osserva che la compatibilità fra il regolamento del mercato e la natura di contratto contenente condizioni generali ex art. 1341 c.c. solleva taluni problemi laddove il gestore del mercato proceda alla concessione di deroghe a specifici operatori o emittenti, in ragione delle specificità dell'attività o della realtà societaria, rispetto alla disciplina contenuta all'interno del contratto. Tali “modulazioni” del contenuto del contratto operate dal gestore del mercato lo espongono al rischio di disapplicazione dell'art. 1341 c.c., laddove le deroghe vengano considerate espressione di una vera e propria *trattativa individualizzata* del contratto, incompatibile, secondo la giurisprudenza, con la predisposizione unilaterale delle condizioni contrattuali necessaria perché possa parlarsi di condizioni generali di contratto.

¹⁴⁸ Così M. RUBINO DE RITIS, G. PISANI, *Commento Art. 61*, in G.F. CAMPOBASSO, *Testo Unico della Finanza*, I, Torino, UTET, 2002, 512, secondo i quali il regolamento del mercato «è riconducibile alla tipologia dei contratti per adesione» e che «la domanda di ammissione rappresenta la proposta di adesione alle condizioni generali di contratto predisposte dalla società di gestione».

¹⁴⁹ Trattasi sovente di società di recente costituzione, con *business* ancora in via di consolidamento, e una presenza sul mercato

IPO una serie di informazioni essenziali concernenti gli strumenti finanziari emessi e l'emittente stesso anche laddove non sussista un obbligo in tal senso ai sensi della relativa disciplina europea.

Sul piano della *governance*, è imposto agli amministratori e ai sindaci il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dal TUF¹⁵⁰, ed è prevista la nomina di almeno 1 amministratore indipendente¹⁵¹. Sono poi previsti obblighi di trasparenza in tema di assetti proprietari, e in particolare la comunicazione al pubblico dell'accrescimento della propria partecipazione e dunque del raggiungimento delle soglie previste per le partecipazioni rilevanti.

Rilevante è poi la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, essendo previsto l'obbligo di ottenere il parere del comitato indipendente sull'interesse della società al compimento dell'operazione¹⁵² o comunque l'adozione di presidi equivalenti idonei a garantire la trasparenza e la correttezza dell'operazione.

La peculiarità principale del Regolamento del mercato Euronext Growth Milan è costituita comunque dall'assoggettamento per via contrattuale (nel rapporto fra il gestore del mercato e l'emittente) e statutaria (nel rapporto fra l'emittente e i soci) alle principali disposizioni del TUF in tema di OPA obbligatoria (cd. OPA endosocietaria).

In particolare, il Regolamento obbliga gli emittenti ad adottare nei propri statuti una clausola che richiama e così rende applicabili le disposizioni del TUF in materia di OPA totalitaria obbligatoria¹⁵³. A vigilare sull'operazione è in tal caso

¹⁵⁰ Si tratta dei requisiti di onorabilità stabiliti per i membri degli organi di controllo dal decreto del Ministro di Giustizia n. 162 del 30 marzo 2000, cui rimandano gli artt. 147-*quinquies* e 148 TUF.

¹⁵¹ In particolare, l'art. 6-*bis* del Regolamento EGM prevede che, in sede di nomina dell'amministratore indipendente, e successivamente almeno una volta all'anno, il consiglio di amministrazione valuti le relazioni riconducibili all'amministratore stesso che, alla luce delle informazioni provenienti dall'interessato o comunque a disposizione della società, possano o appaiano «tali da compromettere l'autonomia di giudizio di tale amministratore». In tale attività valutativa, il consiglio di amministrazione non gode, peraltro, di piena discrezionalità. Infatti, il Regolamento EGM richiede che siano predeterminati e resi pubblici i criteri «quantitativi e qualitativi di significatività delle relazioni potenzialmente rilevanti» ai fini della valutazione dell'indipendenza.

¹⁵² Essendo sufficiente la nomina anche di 1 solo amministratore indipendente, sarà sufficiente il suo parere.

¹⁵³ Dal momento che il Regolamento EGM obbliga solo l'emittente ad adottare la clausola all'interno dello statuto, si ritiene che gli obblighi concretamente connessi all'OPA obbligatoria trovino fonte nello statuto, e non nel Regolamento. Quest'ultimo infatti rileva solo nei rapporti negoziali fra emittente e società di gestione, mentre sarà la clausola statutaria a rilevare nei rapporti fra azionisti e società. Così F. ANNUNZIATA, *“Il migliore dei mondi possibili”? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, *Riv. Soc.*, 2021, 1214.

un Panel composto da 3 membri nominati da Borsa Italiana che è chiamato ad adottare delle determinazioni attinenti al corretto svolgimento dell'offerta (dunque anche in tema di determinazione del prezzo offerto) e con il quale i soggetti coinvolti nell'operazione possono interloquire o rivolgersi in caso di contestazioni e controversie (agisce quindi come Autorità che regola l'operazione). In aggiunta, il Regolamento impone alle società di pubblicare un documento d'offerta, che presenta la specifica per cui né Consob né Borsa Italiana hanno approvato il contenuto del documento¹⁵⁴.

In ogni caso, quando l'OPA che rientri nei requisiti perché si consideri offerta pubblica ai sensi del TUF, l'emittente dovrà presentare alla Consob il documento d'offerta, che questa dovrà approvare entro 30 giorni (e non entro 15, come per i mercati regolamentati)¹⁵⁵.

Prospettandosi in tale sede interventi normativi che costituiscano un *minimum standard* di disciplina da applicare a tutte le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, e tenendo ben presente che, nel fare ciò, occorre conservare la peculiare "leggerezza" della disciplina che contraddistingue tali sedi di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, al fine di incentivarne l'uso da parte delle società, è necessario constatare che la disciplina di fonte legale non possa riproporre le soluzioni regolamentari contenute all'interno dal Regolamento EGM.

Il Regolamento funge dunque da «canone uniforme di interpretazione della clausola» secondo A. TRISCORNA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 822.

¹⁵⁴ Ai sensi dell'art. 6-*bis* anche laddove l'offerta non sia tale da rendere applicabile la disciplina di cui al Capo I, Sez. II del TUF, il Regolamento EGM obbliga alla redazione e pubblicazione del documento d'offerta. L'art. 102, obbliga gli emittenti a comunicare alla Consob e al pubblico la decisione ovvero l'obbligo di "offerta pubblica di acquisto o di scambio". Ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. v), per "offerta pubblica di acquisto o di scambio" si intende «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 3, lettere b) e c)».

L'articolo fa riferimento alle esenzioni previste in tema di offerta pubblica di sottoscrizione e di vendita dal Regolamento Emittenti Consob, e quindi non saranno offerte rilevanti ai fini del TUF (*ex art. 34-ter*) quelle (fra le altre):

- rivolte ad un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi da investitori qualificati;
- rivolte solo a investitori qualificati;

il cui corrispettivo totale per ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a 8.000.000 di euro

¹⁵⁵ Il termine inferiore di 15 giorni è stato introdotto per effetto della modifica apportata sull'art. 102 TUF dalla cd. Legge Capitali.

La rilevanza dei contrapposti interessi emergenti in relazione al tema delle negoziazioni su MTF induce a ritenere che l'assetto normativo da costruire debba, da un lato, tener conto dell'esigenza di tutela del mercato, degli investitori e dei soci di minoranza, disciplinando taluni profili di operatività delle *trading venues* e delle società nell'ottica di fornire presidi in favore dei soggetti menzionati. D'altra parte, come si diceva, l'incentivazione del ricorso da parte delle società a tali mercati deve essere assicurato mediante la conservazione di una regolamentazione snella.

Conseguentemente, costituendo il tema del presente elaborato la riflessione sulla disciplina *di fonte legale* che deve ritenersi applicabile alle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, si ritiene che l'impostazione da seguire sia la seguente. La legge deve dettare una serie di disposizioni che costituiscano il nucleo di tutela minimo ed imprescindibile per tutte le società con azioni ammesse alla negoziazione su un qualsiasi sistema multilaterale di negoziazione.

L'eventuale introduzione di regole ulteriori e più stringenti rispetto alla cornice legale di base è giusto che rimanga rimessa all'autonomia privata dei gestori dei mercati, nel contesto dei rispettivi regolamenti di mercato che gli emittenti sono liberi di accettare o declinare. L'assetto regolamentare proposto da ciascun mercato decreterà il suo successo o insuccesso sulla base delle ordinarie regole della concorrenza, in questo caso fra mercati, sia nazionali che internazionali.

Di conseguenza, non si ritiene opportuno accogliere a livello legislativo gli obblighi di informazione al pubblico (in tema di partecipazioni rilevanti, informativa sulle operazioni societarie e la relazione semestrale) prevista del Regolamento EGM (artt. 17 e 26), posto che, in quanto emittenti strumenti finanziari, le società con azioni negoziate su MTF sono già soggette alla rigorosa disciplina imposta dal Regolamento MAR.

Disincentivante l'apertura della società al mercato può risultare altresì la disciplina in tema di operazioni con parti correlate (art.13, Regolamento EGM), e, a monte della stessa, la nomina obbligatoria di un amministratore indipendente nel consiglio di amministrazione, nonché le ulteriori norme sulla governance (i requisiti di professionalità degli amministratori *ex art. 147-quinquies* TUF e di

onorabilità e professionalità dei sindaci *ex art. 148 TUF*, la nomina dell'*investor relation manager* e dello specialista *liquidity provider*).

Invero, se ci si allontana dallo specifico interesse del gestore del mercato di incrementare il livello di controllo sulla gestione e sul controllo delle società quotate su EGM, motivato dall'esigenza di attrarre investitori sul mercato, resta fermo il dato della peculiare natura delle società che accedono ai sistemi multilaterali di negoziazione. Si tratta, come più volte detto, di società di piccole dimensioni, poco capitalizzate e poco strutturate, per le quali l'imposizione *ex lege* di ingenti e onerose disposizioni di legge finirebbe per far loro valutare poco conveniente l'accesso a tali sedi di negoziazione.

In particolare, per quanto concerne la disciplina in tema di OPA, pur riconoscendo i benefici che un'estensione *ex lege* di tale disciplina potrebbe comportare, non si può ignorare che quest'ultima costituisca un regime normativo concepito per società di ben più rilevante dimensione e peso sistemico. È emersa infatti, nel corso dei precedenti paragrafi e dai dati di mercato considerati (specie quelli sulla capitalizzazione delle società), la dimensione particolarmente contenuta delle società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione, per le quali l'applicazione del complesso di disposizioni in tema di offerta pubblica obbligatoria rischia di rivelarsi eccessiva e sproporzionata rispetto alle esigenze effettive di tutela dei soci e del mercato.

Emersione anticipata della crisi, adeguati assetti e responsabilità degli organi sociali.

Di Giuseppe Positano

Leitmotiv del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza¹ (di seguito anche CCI) è senza dubbio quello dell'emersione anticipata della crisi d'impresa¹ nella consapevolezza - maturata soprattutto "sul campo" - che un "approccio tempestivo e attivo alla crisi"¹ costituisce strumento di salvaguardia della continuità aziendale e rende certamente più proficuo il risanamento dell'impresa, rispetto ad un approccio intempestivo o non propositivo.

Questo obiettivo viene perseguito non solo con l'introduzione di "incentivi" volti ad adottare strumenti flessibili e non afflittivi di regolazione della crisi d'impresa¹, ma anche imponendo all'imprenditore (a prescindere dalla forma individuale o collettiva prescelta) obblighi comportamentali per prevenire la crisi e intercettarne prontamente i primi segnali.

SOMMARIO: 1. L'emersione anticipata della crisi quale leitmotiv del Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza. – 2. L'impatto del c.d. Correttivo ter sugli strumenti di emersione anticipata della crisi. – 3. Gli adeguati assetti nella disciplina della crisi d'impresa. – 4. Mancanza o inadeguatezza degli assetti e profili di responsabilità degli organi sociali.

1. L'emersione anticipata della crisi quale leitmotiv del Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Leitmotiv del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza¹ (di seguito anche CCII) è senza dubbio quello dell'emersione anticipata della crisi d'impresa² nella consapevolezza - maturata soprattutto "sul campo" - che un "*approccio tempestivo e attivo alla crisi*"³ costituisce strumento di salvaguardia della continuità aziendale e rende certamente più proficuo il risanamento dell'impresa, rispetto ad un approccio intempestivo o non propositivo.

Questo obiettivo viene perseguito non solo con l'introduzione di "*incentivi*" volti ad adottare strumenti flessibili e non afflittivi di regolazione della crisi d'impresa⁴, ma anche imponendo all'imprenditore (a prescindere dalla forma individuale o collettiva prescelta) obblighi comportamentali per prevenire la crisi e intercettarne prontamente i primi segnali.

Nel dettaglio, il legislatore, da un lato, obbliga l'imprenditore (individuale e collettivo)⁵ a dotarsi di misure idonee ed assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e

¹ Decreto legislativo del 12 gennaio 2019, n. 14, emanato in attuazione della legge delega del 19 ottobre 2017, n. 155, di seguito integrato e corretto in forza di quanto consentito dalla legge dell'8 marzo 2019, n. 20, prima dal D.lgs. n. 147 del 2020 (c.d. Primo Correttivo), poi dal D.lgs. n. 83 del 2022 (c.d. Secondo Correttivo), attraverso il quale il Governo ha provveduto a dare attuazione alla Direttiva (UE) 2019/1023 (c.d. Direttiva *Insolvency*) e da ultimo dal D.lgs. n. 136 del 2024 (c.d. Terzo Correttivo), entrato in vigore il 28 settembre 2024.

² S. Bonfatti – P.F. Censoni, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Wolters Kluwer, 2025, 47; A. Nigro – D. Vattermoli, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, Il Mulino, 2023, 38, che iscrive fra i principi ispiratori della Riforma 2017 – 2022, proprio l'emersione anticipata delle crisi e le conseguenti tempestive soluzioni delle medesime.

³ G. D'Attorre, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Giappichelli, 2024, 19.

⁴ Di strumenti "*non punitivi*" per affrontare la crisi parla, appunto, G. D'Attorre, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 20, ove ulteriori riferimenti.

⁵ Sulla differente disciplina prevista per l'imprenditore individuale e collettivo, cfr. G. Presti, *Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*, *Commento* sub art. 3, in *Il Codice della Crisi. Commentario*, a cura di P. Valensise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Giappichelli, 2024, 21 e ss.

dell'assunzione di idonee iniziative per prevenirla o fronteggiarla (art. 2086, comma 2, c.c.⁶ e art. 3 CCII⁷).

Dall'altro lato, introduce dei meccanismi di allerta (in un certo senso di secondo livello), complementari rispetto agli obblighi organizzativi dell'imprenditore, imponendo dei doveri di segnalazione dei sintomi della crisi o dell'insolvenza a carico dell'organo di controllo societario e del revisore legale ove esistenti (c.d. allerta interna: art. 25-*octies* CCII⁸) e in ogni caso dei creditori pubblici qualificati (c.d. allerta esterna: art. 25-*novies* CCII⁹), ai quali si aggiungono ulteriori obblighi di comunicazione per banche e intermediari finanziari (indirizzata anche agli organi di controllo societari, se esistenti) aventi ad oggetto variazioni *in peius*, sospensioni o revoche degli affidamenti (art. 25-*decies* CCII¹⁰).

Orbene, le segnalazioni esterne, di cui all'art. 25-*novies* CCII, producono come naturale effetto quello di disincentivare l'impresa in crisi a continuare ad "autofinanziarsi" a scapito dei creditori pubblici qualificati, perché queste segnalazioni hanno appunto la funzione di responsabilizzare l'imprenditore e al

⁶ Ai sensi del comma 2 dell'art. 2086 c.c., *"l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale"*, comma aggiunto dall'art. 375 CCII. Norma entrata in vigore già dal 16 marzo 2019, ai sensi di quanto disposto dall'art. 389, comma 2, del D.Lgs. n. 14/2019.

⁷ Ai sensi dell'art. 3, comma 1 e 2, CCII, entrato in vigore il 15 luglio 2022, *"l'imprenditore individuale deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte. L'imprenditore collettivo deve istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative"*.

⁸ Ai sensi dell'art. 25-*octies*, comma 1, CCII, *"l'organo di controllo societario e il soggetto incaricato della revisione legale, nell'esercizio delle rispettive funzioni, segnalano, per iscritto, all'organo amministrativo la sussistenza dei presupposti di cui all'articolo 2, comma 1, lettere a) e b), per la presentazione dell'istanza di cui all'articolo 17. La segnalazione è motivata, è trasmessa con mezzi che assicurano la prova dell'avvenuta ricezione e contiene la fissazione di un congruo termine, non superiore a trenta giorni, entro il quale l'organo amministrativo deve riferire in ordine alle iniziative intraprese. In pendenza delle trattative, rimane fermo il dovere di vigilanza di cui all'articolo 2403 del codice civile"*.

⁹ Ai sensi dell'art. 25-*novies* CCII, *"l'Istituto nazionale della previdenza sociale, l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, l'Agenzia delle entrate e l'Agenzia delle entrate-Riscossione segnalano all'imprenditore e, ove esistente, all'organo di controllo, nella persona del presidente del collegio sindacale in caso di organo collegiale, a mezzo di posta elettronica certificata o, in mancanza, mediante raccomandata con avviso di ricevimento inviata all'indirizzo risultante dall'anagrafe tributaria"* il ritardo nel versamento dei contributi previdenziali oltre un certo ammontare o l'esistenza di debiti per premi assicurativi o crediti erariali o affidati per la riscossione superiori a determinati importi.

¹⁰ Ai sensi dell'art. 25-*decies* CCII, *"le banche e gli altri intermediari finanziari di cui all'articolo 106 del testo unico bancario, nel momento in cui comunicano al cliente variazioni in senso peggiorativo, sospensioni o revoche degli affidamenti, ne danno notizia anche agli organi di controllo societari, se esistenti"*.

tempo di sensibilizzare gli organi di controllo in vista delle segnalazioni interne¹¹. Le comunicazioni di banche e intermediari finanziari, infatti, risultano funzionali alle segnalazioni dell'organo di controllo societario di cui all'art. 25-*octies* CCII, e devono ritenersi estese a qualsiasi linea di credito o contratto di finanziamento¹². Attraverso queste prescrizioni normative di base, l'imprenditore quand'anche non avesse istituito le misure idonee o gli assetti adeguati ovvero, pur avendoli adottati, fosse distratto, pigro o rimanesse inerte rispetto alle avvisaglie della crisi, viene reso destinatario di un flusso informativo continuo (proveniente dall'interno e dall'esterno della sua impresa)¹³, finalizzato alla salvaguardia della continuità aziendale, all'emersione anticipata della crisi e all'adozione tempestiva delle idonee iniziative.

Certo, la scelta dello strumento da adottare costituisce una scelta gestionale che compete esclusivamente all'imprenditore e nel caso di impresa collettiva all'organo amministrativo (art. 120-*bis* CCII)¹⁴, non sindacabile pertanto nel merito – in applicazione della nota regola della “*business judgment rule*” (BJR)¹⁵, salva l'ipotesi di scelte manifestamente illogiche, giuridicamente sbagliate, assunte in totale carenza di informazioni o ancora in conflitto di interessi¹⁶. Le scelte

¹¹ G. Fauceglia, *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza*, Giappichelli, 2022, 60, il quale rileva come a differenza di quanto previsto dall'abrogato art. 15 del D.lgs. n. 14/2019, l'omessa segnalazione sia oggi priva di sanzioni a carico dei creditori pubblici qualificati.

¹² In tal senso S. Bonfatti – P.F. Censoni, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 49, perché la *ratio* della disposizione non è condizionata dalla tipologia di linea di credito interessata dallo “evento – presupposto” rilevante.

¹³ Naturalmente i macchinismi di c.d. allerta interna dell'art. 25-*octies* CCII, non possono operare per quelle società (come le società di persone) che sono prive o possono essere prive (come le società a responsabilità limitata) dell'organo di controllo o del soggetto incaricato della revisione legale.

¹⁴ Ai sensi dell'art. 120-*bis* CCII, infatti, “l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, anche con riserva di deposito della proposta, del piano e degli accordi, è deciso, in via esclusiva, dagli amministratori o dai liquidatori, i quali determinano anche il contenuto della proposta e le condizioni del piano. Le decisioni risultano da verbale redatto da notaio e sono depositate e iscritte nel registro delle imprese”.

¹⁵ M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, n. 2/2024, 146, per il quale “con riferimento al rapporto fra assetti e scelte discrezionali, è noto che, in forza della Business Judgment Rule, ai fini della valutazione della responsabilità degli amministratori, tali scelte non siano censurabili da parte del giudice, a meno che non siano talmente irrazionali da risolversi in un “azzardo morale” degli amministratori”.

¹⁶ G. D'Attorre, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 25; A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, in *Diritto della Crisi*, 13 giugno 2023, 8 ss.; A. Nigro – D. Vattermoli, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, cit., 89, che richiamano come “correttivi” alla *business judgment rule* i principi generali dell'adeguatezza e, soprattutto, della ragionevolezza. In giurisprudenza ritiene che mentre l'adeguatezza degli assetti sarebbe sindacabile pur con i limiti ed alle condizioni della “*business judgment rule*”, la loro assoluta mancata adozione sarebbe invece sempre imputabile agli organi sociali, Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1358 ss., con nota di S. Fortunato, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgment Rule*.

dell'amministratore, infatti, siano esse prettamente gestionali, siano esse di tipo organizzativo, possano essere sindacate solo nei limiti del principio della “*business judgment rule*”¹⁷.

Come correttamente osservato da autorevole dottrina¹⁸, “*in questo contesto, gli assetti adeguati, consentendo un controllo preventivo di efficienza ed efficacia delle scelte gestorie, possono giocare un ruolo decisivo, in quanto consentono di affrontare le scelte amministrative discrezionali secondo parametri corretti di valutazione del rischio; e conseguentemente, di esonerare l'amministratore da responsabilità ove il processo decisionale - per quanto in concreto foriero di risultati negativi - sia stato assunto in modo corretto, secondo quanto previsto dalle procedure e dagli assetti aziendali. Gli assetti, dunque, assumono rilievo quale “mezzo” che agevola l'adempimento degli obblighi degli amministratori e, specularmente, che facilita l'accertamento della violazione degli stessi*”.

Il legislatore del Codice della Crisi ha poi chiarito definitivamente come la predisposizione di assetti di cui all'art. 2086 c.c. spetti “*esclusivamente agli*

¹⁷ Sul punto cfr. Trib. Brescia, 23 ottobre 2024, in *Quotidiano Giuridico* 2025, per il quale “*la valutazione giudiziale circa l'adeguatezza degli assetti gestori di cui all'art. 2086 c.c. deve avvenire nel rispetto della business judgement rule, non potendo in sede di denuncia ex art. 2409 c.c. essere condotte valutazioni sconfinanti in un sindacato di merito circa la discrezionalità delle scelte di amministrazione*”; sull'argomento Trib. Roma, 15 settembre 2020, cit., per il quale “*mentre da un lato appare certo che la mancata adozione di qualsivoglia misura organizzativa comporti di per sé una responsabilità dell'organo gestorio, dall'altra, si ritiene possibile assoggettare a sindacato giudiziale la struttura organizzativa predisposta dall'amministratore nei limiti e secondo i criteri della proporzionalità e della ragionevolezza (e, precisamente, in questo ambito secondo i criteri della adeguatezza), ciò al fine di verificare se fosse idonea a far emergere gli indizi della perdita della continuità aziendale e se la tipologia degli interventi scelta dall'organo gestorio sia ragionevole e non manifestamente irrazionale. Ed è evidente che tale verifica andrà effettuata sulla base di una valutazione ex ante, tenendo conto delle informazioni conosciute o conoscibili dall'amministratore, ed a prescindere dai risultati concreti che poi sono stati raggiunti. Ciò in quanto la responsabilità dell'amministratore presuppone pur sempre una condotta colposa o dolosa. Ne deriva che dovrà considerarsi responsabile l'amministratore che ometta del tutto di approntare una qualsivoglia struttura organizzativa, rimanendo inerte di fronte ai segnali indicatori di una situazione di crisi o pre-crisi. Per contro, non potrà ritenersi responsabile l'amministratore che abbia predisposto delle misure organizzative che, con una valutazione ex ante, erano adeguate, secondo le sue conoscenze e secondo gli elementi a sua disposizione, a verificare tempestivamente la perdita della continuità aziendale. Parimenti, non potrà ritenersi responsabile l'amministratore che, pur avendo tempestivamente rilevato - grazie alla struttura organizzativa predisposta - il venir meno della continuità aziendale - ponga in essere degli interventi che, successivamente si rivelino inutili ad evitare la degenerazione della crisi (ed eventualmente il fallimento della società), qualora tali interventi - sempre sulla base di una valutazione ex ante - non risultino manifestamente irrazionali ed ingiustificati*”. Critico rispetta alla c.d. “terza via” seguita dal Tribunale di Roma nella citata pronuncia, A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, cit., 10, per il quale il rispetto in sé delle regole poste a presidio del funzionamento delle società di capitali impedisce che queste possano essere prive di “*qualsivoglia misura organizzativa*”, condizione che implicherebbe di per sé la violazione di altre inderogabili regole, quali quelli riguardanti la tipica organizzazione societaria ovvero la tenuta delle minime scritture contabili, sicché la responsabilità degli organi sociali deriverebbe in tal caso dalla violazione di queste inderogabili regole, e non dall'inesistenza o inadeguatezza degli assetti organizzativi.

¹⁸ M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 146 s.

amministratori” (artt. 2257, 2380 *bis*, 2475 c.c.) e al “*consiglio di gestione*” (art. 2409 *novies* c.c.)¹⁹.

2. L’impatto del c.d. Correttivo *ter* sugli strumenti di emersione anticipata della crisi.

Il sistema di emersione anticipata della crisi, come sopra succintamente delineato, ha subito significativi interventi ad opera del c.d. Correttivo *ter*²⁰, entrato in vigore il 28 settembre 2024 per effetto del Decreto Legislativo n. 136 del 13 settembre 2024.

Circoscrivendo il tema all’ambito degli assetti adeguati, due sono le novità rilevanti del Correttivo *ter*. La prima riguarda la ridefinizione dei c.d. segnali della crisi di cui all’art. 3, comma 4, CCII, che le misure e gli assetti devono essere in grado di rilevare (art. 3, comma 3, lettera B, ultima parte) per poter essere giudicati idonei²¹. Il novellato quarto comma dell’art. 3 CCII, dispone, infatti, che “*costituiscono segnali che, anche prima dell’emersione della crisi o dell’insolvenza, agevolano*” la previsione della tempestiva emersione della crisi d’impresa, con ciò lasciando chiaramente intendere che assume rilevanza, ai fini della valutazione dell’idoneità e adeguatezza delle misure e degli assetti, la capacità di intercettare, non solo i segnali della crisi, ma anche quelli della pre-crisi, intesa come probabilità di crisi (argomento *ex* art. 12, comma 1, CCII).

¹⁹ L’art. 377 CCII, come integrato dall’art. 40, D.Lgs. 26 ottobre 2020, n. 147, e dall’art. 6, D.Lgs. 8 novembre 2021, n. 183, ha modificato simmetricamente gli artt. 2257, 2380 *bis*, 2409 *novies* e 2475 c.c., che oggi espressamente prevedono che “l’istituzione degli assetti di cui all’articolo 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori”. Naturalmente nell’art. 2409-*novies* c.c. il riferimento non è agli amministratori, ma al consiglio di gestione.

²⁰ Per altri si tratterebbe, in realtà, del Decreto Correttivo *bis*, in quanto l’unico effettivo decreto correttivo e integrativo al CCII sarebbe stato il D.lgs. n. 147 del 26 ottobre 2020, mentre il D.lgs. n. 83 del 17 giugno 2022 ha piuttosto apportato modifiche al Codice della Crisi d’impresa e dell’insolvenza di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, in attuazione della direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019.

²¹ Ai sensi del novellato comma 4 dell’art. 3 CCII, “*costituiscono segnali che, anche prima dell’emersione della crisi o dell’insolvenza, agevolano la previsione di cui al comma 3:*

a) l’esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni pari a oltre la metà dell’ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;

b) l’esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;

c) l’esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni;

d) l’esistenza di una o più delle esposizioni debitorie previste dall’articolo 25 novies, comma 1”.

Così come si evince dalla lettura della Relazione illustrativa al Correttivo *ter*, il nuovo art. 3 CCII non contiene indicatori di una crisi in atto, ma piuttosto suggerisce quel che occorre per prevederla e prevenirla, in modo che possibilmente non si manifesti affatto. I segnali di allarme elencati al quarto comma dell'art. 3 del Codice, servono pertanto ad agevolare, anche prima dell'emersione della crisi o dell'insolvenza, la “*previsione*” di cui al comma 3, e perciò non sono segnali di allarme per una situazione già compromessa, ma elementi che forniscono indicazioni in chiave prospettica e preventiva. Il che spiega anche le soglie particolarmente basse dell'articolo 25-*novies* CCII e il fatto che nel comma 3 di quella disposizione, l'invito alla presentazione dell'istanza di accesso alla composizione negoziata è formulato soltanto “*se ne ricorrono i presupposti*”.

Pertanto, l'intento del legislatore delegato in sede di attuazione della direttiva *Insolvency* (direttiva (UE) 2019/1023), è chiaramente “*finalizzato a fornire all'imprenditore strumenti di monitoraggio della propria attività non solo tramite l'adozione di misure idonee di rilevazione della crisi già in atto, ma anche con l'individuazione di segnali che, se considerati e valutati tempestivamente, consentono di evitare la situazione di difficoltà. In definitiva, l'imprenditore che si muove secondo le indicazioni fornite, agendo costantemente in via preventiva, evita la crisi e, se non vi riesce, ha maggiori possibilità di perseguire con successo il proprio risanamento*”.

Ciò posto, la prima notazione di rilievo che si può desumere dall'ultimo Correttivo è che l'imprenditore deve strutturare i propri assetti organizzativi anche per intercettare i segnali di pre-crisi e di probabilità di crisi, in un'ottica, quindi, di prevenzione funzionale alla salvaguardia della continuità aziendale (*going concern*). La seconda novità degna di attenzione, con riguardo al tema in oggetto, riguarda il perimetro applicativo delle segnalazioni interne di cui all'art. 25-*octies* CCII, che sotto il profilo soggettivo, viene ora esteso (oltre che all'organo di controllo societario) anche al soggetto incarico della revisione legale e sotto il profilo oggettivo, circoscritto - rispetto alla precedente versione del Codice - alle ipotesi di “crisi” e di “insolvenza” (per come definite alle lettere A e B, dell'art. 2, comma 1, CCII), con esclusione dello stato di c.d. pre-crisi, inteso come quelle “*condizioni squilibrio patrimoniale o economico – finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza*” (art. 12, comma 1, CCII)²².

²² Sul tema, da ultimo, F. Sudiero, *La segnalazione dell'organo di controllo ex art. 25-octies del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Giappichelli, 2025, 1 ss., che (nella premessa del suo lavoro)

Con riguardo al primo aspetto, il legislatore precisa come le segnalazioni vadano effettuate dal collegio sindacale e dal revisore nell'esercizio delle rispettive funzioni, e quindi nei rispettivi ambiti di azione e competenza, oltre che nell'esercizio della diligenza professionale che caratterizza i medesimi organi. D'altra parte, il revisore legale, in conformità al principio 570 Continuità Aziendale (ISA Italia) "*deve acquisire elementi probativi sufficienti e appropriati per verificare l'utilizzo appropriato del presupposto della continuità aziendale nel bilancio e giungere a una conclusione al riguardo*".

L'inserimento del soggetto incaricato della revisione legale dei conti risponde evidentemente all'esigenza di garantire la segnalazione tempestiva della crisi anche per le società a responsabilità limitata che abbiamo optato, ai sensi dell'art. 2477, comma 2, c.c., per la nomina del revisore quale organo di controllo.

Con riferimento al secondo aspetto, invece, l'avere innalzato la soglia minima delle segnalazioni interne alle situazioni di crisi ed insolvenza, con esclusione di quelle di mera pre-crisi, risponde all'obiettivo di evitare segnalazioni non utili, effettuate dall'organo di controllo o dal revisore, per esclusivi fini di autotutela e scongiurare il pericolo dei c.d. falsi negativi o positivi che possono pregiudicare, anziché salvaguardare la continuità aziendale.

Inoltre, il legislatore del Correttivo ha opportunamente chiarito al comma 2 dell'art. 25-*octies* CCII - rispetto alla versione laconica del testo originario - come la tempestiva segnalazione all'organo amministrativo (per tale intendendosi quella avvenuta nei sessanta giorni dalla conoscenza dello stato di crisi) e la vigilanza sull'andamento delle trattative sono valutate ai fini dell'attenuazione o esclusione della responsabilità prevista per i sindaci dall'art. 2407 c.c. e per il revisore legale dall'art. 15 del D.lgs. n. 27 gennaio 2010, n. 39. Espressione con la quale si è voluto precisare come la tempestiva segnalazione non costituisca di per sé una esimente per i sindaci o il revisore rispetto alle eventuali conseguenze dannose delle azioni o omissioni dell'organo amministrativo successive alla segnalazione, ma di un elemento sulla base del quale la condotta dovrà essere valutata ai sensi dell'art. 2407 c.c. per i sindaci e dell'art. 15, D.Lgs. n. 39/2010, per i revisori²³.

afferma come la Riforma abbia voluto proprio incentivare "*la polarizzazione in capo all'organo di controllo della funzione di recettore dei segnali (interni ed esterni) di crisi*".

²³ G. D'Attorre, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 24.

L'obbligo di segnalazione interna è stato pertanto strettamente collegato a condizioni aventi, nello stesso tempo, una finalità premiale e di deterrenza. La tempestiva segnalazione nelle forme e modalità prescritte dalla legge può comportare l'attenuazione o l'esclusione della responsabilità, con la conseguenza che la mancata o ritardata segnalazione può invece essere fonte di piena responsabilità²⁴.

3. Gli adeguati assetti nella disciplina della crisi d'impresa.

Il tema degli adeguati assetti non è certamente un tema nuovo, avendo già la Riforma organica delle società di capitali del 2003 (D.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003) imposto agli organi delegati delle società per azioni di curare *“che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa”* (art. 2381, comma 5, c.c.) e agli amministratori non esecutivi di valutare *“l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società”* (art. 2381, comma 3, c.c.), richiedendo altresì all'organo di controllo societario di vigilare *“in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento”* (art. 2403 c.c.)²⁵.

La vera novità sta piuttosto nel fatto che il Codice della Crisi fa degli assetti adeguati *“un perno centrale dell'esigenza di tempestiva emersione della crisi e di appropriata reazione alla stessa”*²⁶, fornendo degli assetti una *“visione crisi – centrica”*²⁷ che rischia però di ridurre la rilevanza degli assetti organizzativi alla sola fase patologica dell'impresa, mentre gli stessi andrebbero più correttamente riguardati

²⁴ In termini più rigorosi B. Inzitari, *Obblighi di segnalazione nel Codice della crisi: responsabilità dei sindaci e dei revisori per i danni relativi alla perdita di valore della società e dei crediti, conseguente alla mancata o tardiva attivazione delle misure e degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *Diritto della Crisi*, 24 febbraio 2024, 6, per il quale è *“significativo che nell'imporre questo nuovo obbligo di intervento, peraltro così rigidamente e precisamente specificato nelle forme e nelle modalità, il legislatore abbia inteso stabilire che l'avvenuta osservanza dell'obbligo di segnalazione non esclude di per sé la responsabilità prevista dall'art. 2407 c.c. L'obbligo di intervento è stato infatti strettamente collegato a condizioni aventi, nello stesso tempo, una finalità premiale e di deterrenza. La tempestiva segnalazione nelle forme e modalità prescritte può comportare attenuazione o esclusione della responsabilità, con la conseguenza che la mancata o difettosa segnalazione è sicuramente fonte di piena responsabilità”*.

²⁵ Sull'argomento M. Irrera, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Giuffrè, 2005, 1 ss.

²⁶ In tal senso cfr. A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, cit., 4.

²⁷ In questi termini si esprime A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, cit., 6.

e interpretati in funzione della sua naturale fisiologia (intesa come avvio, sviluppo e crescita dell'impresa).²⁸

Del resto, l'art. 2086, comma 2, c.c., è chiaro nell'estendere la rilevanza degli assetti al di là delle situazioni di crisi dell'impresa, imponendo all'imprenditore che opera in forma societaria o collettiva (quindi associazioni, fondazioni ed enti in genere esercenti attività d'impresa)²⁹ il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, "anche" in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale³⁰. Mentre, l'omologa disposizione dell'art. 3, comma 2, CCII, espunge la congiunzione "anche", circoscrivendo, in tal guisa, il requisito dell'adeguatezza degli assetti alla sola tempestiva emersione della crisi e all'assunzione delle idonee iniziative³¹.

Il che significa che per il Codice della Crisi gli assetti organizzativi rilevano solo nell'ottica dell'emersione anticipata della crisi (in funzione cioè "anti-crisi")³², mentre andrebbe valorizzata la loro funzionalità rispetto alla vita ordinaria dell'impresa, rendendoli "funzionali alla più corretta gestione e programmazione dell'impresa"³³. Del resto, una volta manifestatasi la crisi (o l'insolvenza) l'obbligo di istituire assetti adeguati diventa recessivo rispetto all'altro precetto, sempre contenuto nell'art. 2086 c.c., di adottare "senza indugio" uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.³⁴

Così come strutturato dal legislatore, quello degli assetti adeguati è un precetto che ha un carattere continuativo, nel senso che gli assetti debbono essere costantemente aggiornati dall'organo amministrativo (e monitorati da quello di controllo) in coerenza all'evolversi dell'attività sociale ed ha un contenuto non

²⁸ Così P. Benazzo, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. Soc.*, 2019, 275.

²⁹ Sull'esercizio di attività d'impresa da parte degli enti associativi non societari, cfr. M. Campobasso, *Diritto Commerciale*, 1, *Diritto dell'Impresa*, Utet, 2022, 73 ss.

³⁰ Sul punto M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 138 ss.

³¹ Cfr. sul punto F. Aliprandi e A. Turchi, *Spunti operativi sugli adeguati assetti alla luce della recente pronuncia del Tribunale di Cagliari*, in *Diritto della Crisi*, 12 aprile 2022, 4; A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, cit., 5.

³² Così M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 144.

³³ In tal senso A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, cit., 6.

³⁴ In tal senso, Trib. Cagliari, 19 gennaio 2022, in *Riv. Giur. Sarda*, n. 2/2024, 257 ss.

tipizzato o predeterminato (salvo le indicazioni minime contenute nell'art. 3 CCII o in disposizioni regolamentari di settore), ma elastico e flessibile in funzione della natura e delle dimensioni dell'impresa³⁵.

4. Mancanza o inadeguatezza degli assetti e profili di responsabilità degli organi sociali.

La mancata adozione degli assetti organizzativi ovvero la inidoneità degli stessi (sempre compatibilmente al principio della “*business judgment rule*”) integrano certamente una violazione di legge a carico degli amministratori (art. 2086 c.c. e art. 3 CCII), esponendoli in tal guisa ad una serie di pericoli. Innanzitutto, il rischio di revoca per giusta causa *ex* art. 2383, comma 3, c.c. o di revoca della delega gestoria conferita dal consiglio di amministrazione agli organi delegati ai sensi dell'art. 2381 c.c.

La mancanza o l'inidoneità degli assetti può costituire altresì un fatto censurabile che può essere denunciato dai soci al collegio sindacale ai sensi dell'art. 2408 c.c. ovvero, ove venga ritenuto un fatto “di *rilevante gravità*”, indurre lo stesso organo di controllo societario (anche) di propria iniziativa a convocare con urgenza l'assemblea ai sensi dell'art. 2406, comma 2, c.c., per mettere al corrente i soci delle carenze rilevate.

Inoltre, ove l'inadempienza dell'organo amministrativo sia anche (potenzialmente)³⁶ pregiudizievole per la società, la stessa può divenire suscettibile di denuncia al tribunale (da parte dei soci di minoranza ovvero su iniziativa dell'organo di controllo) ai sensi dell'art. 2409 c.c., il quale - nei casi più gravi - può revocare gli amministratori ed eventualmente i sindaci e nominare un amministratore giudiziario. Ad oggi, infatti, l'ambito elettivo di verifica circa l'esistenza o l'adeguatezza degli assetti è proprio il procedimento *ex* art. 2409 c.c.³⁷.

³⁵ M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 146; G. D'Attorre, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 21, per il quale è sin troppo evidente che ciò che è idoneo ed adeguato per una media impresa di commercio operante sul piano locale non lo sarà per una grande impresa multinazionale, e viceversa.

³⁶ Sul danno anche solo potenziale cfr. G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale*, 2, *Diritto delle Società*, Utet., 2024, 436.

³⁷ Sull'applicazione dell'art. 2409 c.c. quale rimedio contro la carenza o l'inadeguatezza degli assetti organizzativi, cfr. fra le prime pronunce, Trib. Milano, 18 ottobre 2019, in *Giur. it.*, II, 2020, 363 ss., con nota di O. Cagnasso, *Denuncia di gravi irregolarità: una primissima pronuncia sul nuovo art. 2086 c.c.*; Trib. Roma, 15 settembre 2020, cit.; più recentemente, cfr. Trib. Venezia, 24 aprile 2024,

E il rimedio del controllo giudiziario (applicabile alle s.r.l. ai sensi dell'art. 2477, ultimo comma, c.c.)³⁸ è stato esteso dalla giurisprudenza più recente anche alle fattispecie in cui l'impresa non versa in una situazione di crisi, quanto piuttosto presenta una situazione di equilibrio economico finanziario³⁹. La violazione dell'obbligazione di predisporre adeguati assetti appare, infatti, più grave quando la società non si trova in crisi anche perché, del resto, proprio in tale fase, essa ha le risorse anche economiche per predisporre con efficacia le misure organizzative, contabili, amministrative richieste dall'art. 2086 c.c.⁴⁰

Pertanto, l'omessa istituzione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili può avere anche delle pericolose ripercussioni negative sulla buona fede richiesta dall'art. 4 CCII al debitore nella composizione negoziata della crisi e in genere nei procedimenti per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza⁴¹. Ad esempio, la buona fede del debitore che, ai sensi dell'art. 25-sexies CCII, costituisce uno dei presupposti di accesso al concordato semplificato

in *Fallimento*, 2025, per il quale costituiscono gravi irregolarità di gestione la mancata istituzione di adeguati assetti organizzativi e contabili ai sensi dell'art. 2086, comma 2, c.c., idonee a revocare giudizialmente l'amministratore, anche a prescindere da una situazione di crisi. Sul tema v. anche Trib. Venezia, 26 agosto 2025, in *Il Caso.it*, 2025, che nel pronunciarsi su un ricorso depositato da un socio ex art. 2409 c.c. contro l'organo amministrativo di una s.p.a., ne ha con decreto disposto l'ispezione, avendo riscontrato elementi ritenuti evidenti segnali di allarme che avvaloravano il sospetto che la società non fosse dotata degli assetti organizzativi e contabili necessari a consentire all'organo amministrativo di rilevare tempestivamente i segnali di crisi, ovvero che l'organo amministrativo non avesse tempestivamente tratto le necessarie conseguenze di una situazione di pre-crisi in realtà già in atto.

³⁸ Per le società di persone ove risultano assenti i sindaci ed la denuncia al tribunale non è prevista, una possibilità di reazione per i soci all'assenza degli assetti o la inadeguatezza degli stessi potrebbe passare attraverso i diritti di informazione e controllo dell'art. 2261 c.c. funzionali ad una eventuale richiesta di revoca giudiziale dell'amministratore per giusta causa ai sensi dell'art. 2259, comma 3, c.c.

³⁹ In tal senso Trib. Cagliari, 19 gennaio 2022, cit., per il quale “la violazione, da parte dell'organo gestorio di una società, dell'obbligo di predisporre adeguati assetti organizzativi e contabili rappresenta una grave irregolarità che giustifica la nomina di un amministratore giudiziario ex art. 2409, non solo quando la società si trova in crisi, ma ancor più in una situazione di equilibrio economico-finanziario, poiché gli adeguati assetti sono funzionali proprio ad evitare che l'impresa scivoli verso una situazione di crisi o di perdita della continuità aziendale, consentendo all'organo amministrativo di percepire tempestivamente i segnali che preannunciano la crisi e di assumere le iniziative opportune”; in conformità anche Trib. Venezia, 24 aprile 2024, cit., che consolida l'orientamento delle corti di merito in base al quale la mancata predisposizione di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili costituisce una grave irregolarità nella gestione, che giustifica l'intervento del Tribunale anche in assenza di uno stato di crisi.

⁴⁰ Così Trib. Catanzaro, 6 febbraio 2024, in *Dir. Fall.*, 5/2024, 1000 ss., con nota di A. Tanga, *Rilevanza dell'adeguatezza degli assetti e denuncia di gravi irregolarità nelle società in situazione di equilibrio economico e finanziario*, ove ampi riferimenti alle “regole tecniche organizzative” elaborate dalla scienza aziendalistica per la definizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili. Per una sintesi sul concreto contenuto degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, cfr. M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 141 ss.

⁴¹ G. D'Attorre, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, cit., 12.

liquidatorio, potrebbe escludersi qualora egli abbia violato il disposto degli artt. 3 CCII e 2086 c.c., omettendo di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni della sua impresa e omettendo di adottare iniziative concretamente idonee al superamento della condizione di squilibrio patrimoniale o economico - finanziario che ne rendevano probabile la crisi o l'insolvenza. Del resto, l'adeguatezza degli assetti costituisce presupposto imprescindibile per poter rilevare, ai sensi dell'art. 3, comma 3, lettera C, CCII, le informazioni necessarie per utilizzare la lista di controllo particolareggiata ed effettuare il *test* pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'art. 13, comma 2, CC.II.⁴²

Passando da ultimo (ma non certo per importanza) ai profili di responsabilità diretta degli organi sociali⁴³, non è revocabile in dubbio come la mancata adozione degli assetti o inidoneità degli stessi, costituisca inadempimento agli obblighi di legge (art. 2086 c.c. e art. 3 CCII), suscettibile di responsabilità risarcitoria per amministratori ed eventualmente sindaci (art. 2407 c.c.). Ma, a prescindere dalla questione dei limiti della sindacabilità delle scelte gestorie dell'organo amministrativo di cui si è detto ("*business judgment rule*"), certo è che affinché un'azione risarcitoria sia esperibile occorre che dalla violazione di legge scaturisca un danno per la società ed il patrimonio sociale che sia causalmente collegato alla condotta illecita degli organi sociali, nel senso che ove gli assetti adeguati fossero stati istituiti, l'evento dannoso non si sarebbe verosimilmente verificato⁴⁴.

⁴² Emblematico sul punto il decreto del Trib. Santa Maria Capua Vetere, 11 aprile 2024, in *Fallimento*, 2024, 11, 1462, che nel rigettare un ricorso di omologazione di un concordato semplificato liquidatorio depositato ex art. 25-sexies CCII, ha stabilito che "*la buona fede del debitore rivela la sua essenza principalmente nel rispetto dei doveri indicati dall'art. 2086 c.c. Solo ove l'imprenditore abbia predisposto un assetto amministrativo, organizzativo e contabile adeguato alle concrete dimensioni della sua attività potrà tempestivamente rilevare l'emersione della crisi dai segnali di cui all'art. 3, co. 3 CCII ed assumere le conseguenti iniziative idonee al superamento delle condizioni di cui all'art. 12 CCII (di squilibrio patrimoniale, economico-finanziario che rendono probabile la crisi e l'insolvenza reversibile); di conseguenza, predisporre un piano da sottoporre ai creditori da cui emerge la ragionevole perseguibilità del risanamento dell'impresa.*

Del resto, gli assetti adeguati dovrebbero consentire proprio di ricavare le informazioni necessarie all'imprenditore per utilizzare la lista di controllo e il successivo test pratico per verificare la perseguibilità del risanamento di cui all'art. 13, co. 2 CCII. In definitiva, la buona fede dell'imprenditore anzitutto non può ritenersi sussistere se questi abbia violato i due doveri di cui all'art. 2086 cc: 1) di dotarsi di assetti adeguati; 2) di adottare iniziative concretamente idonee a superamento della condizione disfunzionale di cui all'art. 12'.

⁴³ Sul tema cfr. F. Macario, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, in *Diritto della Crisi*, 2022, 23.

⁴⁴ In argomento cfr. M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 149, per il quale "*affinché l'azione sociale sia esperibile, è altresì necessario che dalla condotta illecita sia scaturito un danno a carico della società o, in altri termini, che si sia prodotto un danno causalmente collegato alla violazione dei doveri di corretta amministrazione;*

In altri termini, la mancata istituzione degli assetti “anti – crisi” non costituisce, di per sé, un danno e quindi fonte di responsabilità per amministratori e sindaci⁴⁵. Nella normalità dei casi, anzi, gli assetti non adeguati costituiscono un antecedente causale remoto e spesso non efficiente dell'*eventus damni*⁴⁶. Ed inoltre una volta accertata la responsabilità degli organi sociali “da assetti” (l'*an*) resterebbe il problema, di non facile soluzione, di come quantificare e determinare in concreto il danno risarcibile (il *quantum*)⁴⁷.

danno che, viceversa, la corretta predisposizione degli assetti avrebbe evitato. Ebbene, in questi casi è proprio l'elemento del danno ad essere di difficile individuazione, tant'è vero che – a quanto mi consta – non vi sono precedenti giurisprudenziali editi di accoglimento di un'azione di responsabilità fondata sulla mancanza di assetti adeguati”.

⁴⁵ F. Macario, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, cit., 22, il quale rileva come “la prospettiva giuridica, peraltro, impone di considerare le particolari difficoltà connesse alla ricostruzione e dimostrazione di un adeguato nesso causale tra il danno lamentato e la pretesa inadeguatezza dell'assetto organizzativo, dovendosi altresì immaginare che l'assetto ritenuto, in linea di pura ipotesi, adeguato avrebbe potuto evitare il danno specificamente reclamato”.

⁴⁶ Così A. Rossi, *Dagli assetti organizzativi alla responsabilità degli organi sociali nel Codice della crisi (Appunti per una lezione)*, cit., 11.

⁴⁷ Sul punto, M. Irrera, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati, in Diritto ed Economia dell'impresa*, cit., 150, per il quale “la sensazione è che misurare, sia il danno da violazione dell'obbligo di assetti, sia e soprattutto da violazione dell'obbligo di recuperare o di cercare di recuperare la continuità aziendale, si riveli un'opera piuttosto complicata”; F. Macario, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, cit., 23, il quale conclusivamente ed efficacemente afferma che “se i tratti generali della nuova cornice normativa si può dire che siano stati ben tracciati dal legislatore, si deve ritenere che la definizione più analitica delle fattispecie lesive e degli effetti delle condotte in violazione degli obblighi rappresenti una storia ancora da scrivere”.

Approfondimenti

L'euristica del falso consenso ed i bias cognitivi nella fase della negoziazione: dinamiche, rischi e strategie correttive

Di Marco Marianello

L'euristica del falso consenso rappresenta una distorsione cognitiva, per mezzo della quale gli individui tendono a sovrastimare la misura in cui le proprie opinioni, valori e proposte siano condivise anche dagli altri consociati. Tale fenomeno, ampiamente studiato in psicologia cognitiva e comportamentale, assume rilevanza giuridica e negoziale, poiché incide sulla capacità delle parti di valutare correttamente la posizione altrui e di perseguire accordi efficienti. Il presente contributo analizza le radici teoriche del falso consenso, collegandole ai principali biases cognitivi che influenzano la decisione negoziale (overconfidence, ancoraggio, disponibilità), nonché sugli eventuali rimedi che possono essere utilizzati da un mediatore esperto in tecniche di gestione dei conflitti.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'euristica del falso consenso: fondamenti teorici e dinamiche cognitive. – 3. L'impatto della distorsione da falso consenso all'interno della fase di negoziazione tra le parti. – 4. Il ruolo del mediatore nella fase di superamento delle distorsioni cognitive. – 5. Conclusioni.

1. Premessa.

La fase della negoziazione, sia essa stragiudiziale o endoprocessuale, rappresenta un momento cruciale nell'esercizio della funzione giuridica, in cui le parti contribuiscono (o dovrebbero contribuire) attivamente ed in maniera trasparente al raggiungimento di un eventuale accordo.

Per quanto attiene all'esperienza empirica avuta dal sottoscritto nell'espletamento della propria attività di mediatore/conciliatore, tuttavia, nel corso degli anni ho potuto constatare che la fase di negoziazione (sia nelle sessioni congiunte che in quelle separate) si verifica raramente all'interno di un contesto prevalentemente razionale, ma è influenzata da *biases* cognitivi che distorcono la percezione di un consenso consapevole e precludono l'esistenza di possibili alternative, riverberandosi in maniera determinante sulle probabilità di successo delle trattative faticosamente intraprese.

In questo contesto assume un ruolo rilevante, a causa della sua insidiosità, l'euristica del falso consenso, ovvero quella distorsione cognitiva che porta i negoziatori a sovrastimare la diffusione delle proprie convinzioni e la ragionevolezza delle soluzioni proposte.

Tale errore di percezione può comportare, in una sequenza logica e comportamentale, una rigidità delle rispettive posizioni (c.d. ancoraggio), il successivo fallimento dei negoziati e l'insorgenza di contenziosi nella maggior parte dei casi evitabili.

Il presente contributo si propone di analizzare l'incidenza del falso consenso all'interno della fase di negoziazione, valutando le implicazioni pratiche e delineando alcune strategie di mitigazione.

2. L'euristica del falso consenso: fondamenti teorici e dinamiche cognitive.

In letteratura l'euristica del falso consenso descrive la tendenza degli individui a ritenere che le proprie opinioni, convinzioni e preferenze siano più diffuse e condivise di quanto le stesse non siano in realtà¹.

Tale erronea percezione, se viene trasposta in un contesto negoziale, ove il processo formativo dell'interno volere si forma anche attraverso un sistema di credenze, valori, emozioni e percezioni selettive, si manifesta attraverso una serie di comportamenti e/o atteggiamenti disfunzionali.

Da un punto di vista statisticamente rilevante, questa distorsione si attua mediante la sopravvalutazione della razionalità della propria posizione.

Tale trappola cognitiva induce i negoziatori a credere che la propria offerta sia obiettivamente equa, con conseguente e simmetrica sottovalutazione o svalutazione della diversità di interessi e percezioni dell'altra parte².

Ne consegue, di riflesso, una mancata considerazione in ordine all'esistenza di eventuali alternative al negoziato, dal momento che l'eccessiva fiducia manifestata nella supposta convergenza di interessi riduce specularmente la valutazione critica in ordine ad un eventuale mancato accordo³.

¹ ROSS L.-GREENE D.-HOUSE P., *The "false consensus effect": An egocentric bias in social perception and attribution processes*, in *Journal of Experimental Social Psychology*, 1977, 13 (3), 279-301. Secondo gli autori, infatti: "Evidence from four studies with 584 undergraduates demonstrates that social observers tend to perceive a "false consensus" with respect to the relative commonness of their own responses. A related bias was shown to exist in the observers' social inferences. Thus, raters estimated particular responses to be relatively common and relatively unrevealing concerning the actors' distinguishing personal dispositions when the responses in question were similar to the raters' own responses; responses differing from those of the rater, by contrast, were perceived to be relatively uncommon and revealing of the actor. These results were obtained both in questionnaire studies presenting subjects with hypothetical situations and choices and in authentic conflict situations. The implications of these findings for our understanding of social perception phenomena and for our analysis of the divergent perceptions of actors and observers are discussed. Finally, cognitive and perceptual mechanisms are proposed which might account for distortions in perceived consensus and for corresponding biases in social inference and attributional processes".

² Secondo BAZERMAN M.H.-NEALE M.A., in *Negotiating Rationally*, The Free Press, New York, 1992, 4: "There are psychological limits to a negotiator's effectiveness. A psychological perspective is also required to best anticipate the likely decisions and subsequent behavior of the other party".

³ Per THOMPSON L.-LOEWENSTEIN G., *Egocentric interpretations of fairness and interpersonal conflict*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1992, 51(2), 180: "There are a number of potential causes of egocentric interpretations of fairness, but as yet no research has systematically attempted to isolate explanations for the phenomenon. One possible explanation for egocentric interpretations of fairness is that subjects encode information in a biased manner. It is well known that prior beliefs and knowledge influence the way that information is processed and encoded".

Ciò comporta un atteggiamento improntato ad una maggiore rigidità, con conseguente aumento del rischio di incorrere in una situazione di impasse.

Sotto il profilo comportamentale, infatti, ciascuno dei negoziatori, ritenendo la propria posizione equa e ragionevole, risulta meno propenso a fare delle concessioni od adottare proposte flessibili, elevando così il rischio di stallo negoziale⁴.

Dal punto di vista cognitivo il falso consenso è spesso rafforzato da altri *biases* complementari, quali:

- l'effetto ancoraggio, secondo cui la prima offerta formulata in una negoziazione influenza in modo sproporzionato le aspettative successive⁵;
- il *bias* di conferma, che porta a selezionare ed interpretare solo le informazioni che supportano le proprie convinzioni preesistenti⁶;
- l'*overconfidence bias*, ovvero la tendenza a sovrastimare le proprie probabilità di ottenere un esito favorevole dalla trattativa⁷.

3. L'impatto della distorsione da falso consenso all'interno della fase di negoziazione tra le parti.

⁴GALINSKY A.D.- MUSSWEILER T., *First offers as anchors: The role of perspective-taking and negotiator focus*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, 2001, 81(4), 657: "In many situations, negotiators have limited knowledge about their opponent's reservation point (the point at which the negotiator is indifferent between reaching a settlement and walking away from the negotiation) and target point (the negotiator's ideal or most preferred outcome) and are thus inherently uncertain about what the optimal negotiation outcome might be".

⁵TVERSKY A.-KAHNEMAN D., *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, in *Science*, 1974, 185 (4157), 1124: "Many decisions are based on beliefs concerning the likelihood of uncertain events such as the outcome of an election, the guilt of a defendant, or the future value of the dollar (...) Occasionally, beliefs concerning uncertain events are expressed in numerical form as odds or subjective probabilities".

⁶NICKERSON R.S., *Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises*, in *Review of General Psychology*, 1998, 2(2), 188: "In general, people tend to express a higher degree of confidence than is justified by the accuracy of their performance on the primary task, which is to say that calibration studies have typically shown overconfidence to be more common than underconfidence".

⁷MOORE D.A.-HEALY P.J., *The trouble with overconfidence*, in *Psychological Review*, 2008, 115(2), 507: "There are three notable problems with research on overconfidence. The first is that the most popular research paradigm confounds overestimation with overprecision. The second is the prevalence of underconfidence. The third is the inconsistency between overestimation and overplacement: Those domains that produce the strongest overestimation usually produce the greatest underplacement, and vice versa. We review these three problems below, then we offer a theory that can help resolve them. Our theory, in brief, is this: People often have imperfect information about their own performances, abilities, or chance of success. But they have even worse information about others. As a result, people's estimates of themselves are regressive, and their estimates of others are even more regressive. Consequently, when performance is high, people will underestimate their own performances, underestimate others even more so, and thus believe that they are better than others. When performance is low, people will overestimate themselves, overestimate others even more so, and thus believe that they are worse than others. We elaborate on and formalize this theory after we first review the empirical inconsistencies the theory is most useful for resolving".

La trasposizione di tali processi distorsivi nell'ambito strettamente giuridico può contribuire ad ostacolare la fase delle trattative, influenzando in maniera determinante la successiva redazione di contratti non equilibrati sotto il profilo ontologico.

In tale accezione lo squilibrio non deriva da un'asimmetria informativa bensì da un processo creativo della volontà formatosi secondo parametri di natura prevalentemente emozionale o, peggio ancora, irrazionale.

Per quanto attiene all'elemento volontaristico, infatti, occorre ribadire che l'autonomia privata trova il suo massimo grado di esplicazione nella fase di negoziazione, all'interno della quale le parti mantengono il controllo della procedura e procedono all'assetto regolamentato dei propri interessi⁸.

Tale modalità si palesa valida fino a quando i soggetti coinvolti collaborano attivamente alla risoluzione dei problemi, mantenendo un dialogo costruttivo e scambiandosi reciprocamente ogni informazione funzionale alla gestione delle problematiche emerse durante il reciproco confronto⁹. L'euristica del falso consenso, quindi, può ostacolare in maniera significativa la redazione di contratti equilibrati, portando i contraenti ad assumere atteggiamenti conflittuali derivanti da una divergenza interpretativa sulla portata delle singole clausole. Si verifica sovente, infatti, la distorsione cognitiva che induce le parti a ritenere come universalmente accettate alcune clausole di natura particolare, le quali sono suscettibili di generare notevoli ambiguità e potenziali contenziosi durante la fase esecutiva dell'accordo¹⁰.

⁸FISHER R.-URY W., *Getting to yes*, New York, 1991, 6: "*Bargaining over positions creates incentives that stall settlement. In positional bargaining you try to improve the chance that any settlement reached is favorable to you by starting with an extreme position, by stubbornly holding to it, by deceiving the other party as to your true views, and by making small concessions only as necessary to keep the negotiation going. The same is true for the other side. Each of those factors tends to interfere with reaching a settlement promptly. The more extreme the opening positions and the smaller the concessions, the more time and effort it will take to discover whether or not agreement is possible*".

⁹RUMIATI R., *Decisioni manageriali*, Bologna, 2010, 170: "*Nella realtà organizzativa, la soluzione dei conflitti è spesso condizionata dal fatto che i contendenti non possono assumere posizioni ultimative o non cooperative, dovendo spesso continuare a convivere e probabilmente a cooperare in altre circostanze*". LUHMANN N., *Sistemi sociali*, Bologna, 1990, 596: "*Parleremo di conflitti ogni volta che la comunicazione viene contraddetta o, si potrebbe anche formulare, ogni volta che una contraddizione viene comunicata (...). Perché ci sia conflitto, devono dunque verificarsi due comunicazioni che si contraddicono a vicenda (...). Il conflitto si prende carico, per un certo periodo, dell'autopoiesi, cioè della prosecuzione della comunicazione*".

¹⁰TVERSKY A.-KAHNEMAN D., *op. cit.*, 1131.

La mancata ottimizzazione del valore contrattuale, infatti, induce una delle parti a sottovalutare o trascurare gli interessi dell'altra, riducendo sensibilmente la possibilità di creare ulteriori utilità attraverso la negoziazione.

In tal modo le parti incorrono inconsapevolmente in una situazione di stallo nota come "*fixed-pie bias*", la quale impedisce alle medesime la possibilità di esplorare la fattibilità di opzioni negoziali alternative rispetto alla mera suddivisione (più o meno equa) della posta in palio¹¹.

4. Il ruolo del mediatore nella fase di superamento delle distorsioni cognitive.

La trasposizione dei suddetti *biases* all'interno dei procedimenti di autocomposizione dei conflitti incide sensibilmente sulla disponibilità delle parti a trovare soluzioni extragiudiziali.

Queste ultime, da un lato, sono indotte a credere che l'accordo sia raggiungibile senza l'intervento di un terzo neutrale, rallentando in tal modo il processo di risoluzione (fenomeno della c.d. sottovalutazione della necessità di un mediatore)¹².

Dall'altro lato, invece, si verifica una rigidità nel *settlement negotiation*, atteso che l'erronea percezione di avere una posizione ampiamente condivisa porta le parti a rifiutare aprioristicamente offerte transattive potenzialmente vantaggiose¹³.

Per ridurre l'impatto delle citate distorsioni cognitive il mediatore, nell'ambito della fase di negoziazione, può adottare le seguenti ed efficaci strategie di mitigazione:

¹¹WU L.-LEIGH A. L.-JIAN DONG. Z., *How to Dissolve Fixed-Pie Bias in Negotiation? Social Antecedents and the Mediating Effect of a Mental-Model Adjustament*, in Journal of Organizational Behavior, 2015, 37 (1), 3: "One major impediment to realizing integrative opportunities in negotiations is fixed-pie bias, or the erroneous belief that the other party's interest is directly opposite to one's own. Many negotiators have fixed-pie bias at the beginning of negotiations. In addition, those who perceive negotiations as a fixed-pie situation suppress efforts to seek joint benefits and as a result, reduce the potential for optimal outcomes in negotiations".

¹²BRETT J.M., *Negotiating Globally: How to Negotiate Deals, Resolve Disputes, and Make Decisions Across Cultural Boundaries*, 2007, San Francisco, 89: "We know that first offers can act as an anchor or reference point from which negotiators make subsequent concessions and adjustments. We also know that negotiators make more offers and more concessions as deadlines approach".

¹³SHELL G.R., *Bargaining for Advantage: Negotiation Strategies for Reasonable People*, 2006, Penguin Books, 152 ss. In questo paragrafo l'Autore sottolinea come il negoziatore cada frequentemente nell'errore di sopravvalutare la forza e l'equità intrinseca della propria proposta, trascurando le prospettive dell'altra parte.

- 1) l'analisi sistematica delle potenziali opzioni, dal momento che una valutazione realistica delle migliori alternative al negoziato (BATNA) consente di superare la presunzione di convergenza automatica degli interessi¹⁴;
- 2) le tecniche di *perspective taking*, le quali consistono in esercizi mirati a considerare il punto di vista dell'altra parte, migliorando la capacità di anticiparne le relative mosse e le reali priorità¹⁵;
- 3) l'utilizzo di dati empirici e di *benchmarks* di riferimento, che contribuiscono ad ancorare la negoziazione a fattori oggettivi, con conseguente riduzione delle percezioni selettive¹⁶.

Operando attraverso tali modalità il mediatore, che riveste il delicato ruolo di facilitatore del processo comunicativo endoprocedimentale, può svolgere un'adeguata funzione di *de-biasing*.

Quest'ultima può essere espletata tramite un'attività di *reality testing*, con cui il mediatore sottopone le parti ad una serie di domande critiche per verificare la fondatezza delle loro convinzioni¹⁷ e, nel contempo, esplorare ed ampliare lo spettro delle possibili soluzioni atte a superare la rigidità iniziale delle rispettive posizioni¹⁸.

¹⁴MALHOTRA D.-BAZERMAN M.H., *Negotiating Genius: How to Overcome Obstacles and Achieve Brilliant Results at the Bargaining Table and Beyond*, 2007, Bantam Books, 20: "The first step in any negotiation is to ask yourself, 'What will I do if the current negotiation ends in no deal?'. In other words, you need to assess your BATNA, or best alternative to negotiated agreement, the course of action you will pursue if and when the current negotiation ends in an impasse".

¹⁵LAX D.A.-SEBENIUS J. K., *3-D Negotiation: Powerful Tools to Change the Game in Your Most Important Deals*, 2006, Boston, 54: "In assessing the parties, we use the term all-party map as a way of describing what we're aiming for (and to some extent, how we aim to get there). Each of the three words has significance. "All" cautions against too narrow a view. "Party" implies a constituency that is more or less organized. And "Map" reminds us that we're looking for more than a simple list; we're looking to get the relationships among the parties right. The all-party map depicts the full set of those who are either actually or potentially involved in the discussion, as well as their relationships to each other. By relationships, we mean not only formal organizational relationships, but also how the parties are connected in the decision-making process, and how lines of influence run".

¹⁶THALER R.H.-SUNSTEIN C.R., *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, 2008, 72 ss. Gli Autori introducono il concetto di "nudge", ovvero di un "pungolo" gentile che orienta le decisioni senza limitare la libertà di scelta (*libertarian paternalism*). Tale approccio consiste nell'invito a progettare il contesto decisionale (*frame*, opzioni, ordine di presentazione delle proposte) in modo da ridurre gli effetti distorsivi dei *biases*.

¹⁷LEWICKI R.J.-BARRY B.-SAUNDERS D. M., *Negotiation*, 2021, McGraw-Hill Education, 201 ss. Secondo i citati Autori la tecnica del *perspective taking* non assume soltanto una valenza psicologica ma anche strategica e giuridica, dal momento che contribuisce a rafforzare la sostenibilità degli accordi nel lungo periodo.

¹⁸A tale riguardo si rinvia al pregevole contributo di CURHAN J.R.-ELFENBEIN H.A.-XU H., *What do people value in their negotiations? Mapping the domain of subjective value in negotiation*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, 2006, 91 (3), 493 ss.

5. Conclusioni.

L'analisi dell'euristica del falso consenso dimostra come i processi negoziali siano fortemente condizionati da distorsioni cognitive, le quali impediscono l'autocomposizione delle controversie oppure riducono fortemente l'efficienza e la qualità degli accordi raggiunti.

La tendenza a sopravvalutare la validità delle proprie posizioni e presumere che esse siano condivise dall'altra parte non solo impoverisce il relativo confronto dialettico, ma rischia anche di compromettere i fondamentali principi di correttezza e buona fede.

Il confronto con la letteratura interdisciplinare in materia conferma la necessità di un approccio critico, capace di integrare la psicologia cognitiva, la teoria della negoziazione ed il diritto dei contratti¹⁹.

L'adozione di pratiche di *perspective taking* e di strumenti di “*nudge*” può costituire un correttivo efficace per superare le situazioni di stallo e favorire soluzioni negoziali più eque ed efficienti.

In questa prospettiva l'attenzione ai *biases* cognitivi non rappresenta un mero interesse teorico bensì un'esigenza prettamente speculativa, atteso che solo una piena consapevolezza delle distorsioni esistenti può consentire al mediatore di neutralizzare i conflitti, migliorare la qualità delle negoziazioni nonché contribuire ad un ordinato andamento delle relazioni intersoggettive.

¹⁹Per MARIANELLO M., *Autonomia privata ed auto-composizione dei conflitti*, in *Vita notarile*, 2013, 1175: “l'implementazione del ricorso alle procedure complementari presuppone necessariamente una rivoluzione “culturale” di tutte le parti in gioco, fondata su di un sistema “poliedrico” di tutela dei diritti”.

Open Banking e Intelligenza Artificiale: nuove sfide giuridiche per le banche.

Di Pietro Mirto

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La responsabilità algoritmica e il dovere di spiegazione nell'intelligenza artificiale bancaria – 3. Profili di soggettività e responsabilità nell'era dell'IA bancaria – 4. Aspetti etici e filosofici della responsabilità delle macchine – 5. Aspetti normativi e regolatori dell'open banking e dell'intelligenza artificiale nel settore bancario – 6. Conclusioni.

1. Introduzione.

Nel corso dell'ultimo quindicennio, l'evoluzione del settore finanziario ha seguito traiettorie che pongono in discussione molte delle categorie tradizionali del diritto bancario. Tra le direttrici più dirompenti si annoverano, da un lato, l'introduzione del modello dell'Open Banking, in larga parte codificato attraverso la Direttiva (UE) 2015/2366 (c.d. PSD2), e, dall'altro, la sempre più pervasiva applicazione di tecnologie riconducibili all'Intelligenza Artificiale (IA) nell'ambito dei servizi bancari e finanziari. L'Open Banking, in quanto sistema aperto di condivisione dei dati tra istituzioni finanziarie e terze parti autorizzate (Third Party Providers – TPP), rappresenta una svolta epocale rispetto alla logica proprietaria del dato bancario che ha caratterizzato il Novecento bancario. L'architettura regolamentare europea ha inteso promuovere un sistema concorrenziale fondato sull'interoperabilità e sull'accesso disintermediato ai dati del cliente, nella convinzione che ciò avrebbe stimolato l'innovazione e favorito una maggiore efficienza e personalizzazione dei servizi offerti ai consumatori¹. Nel contempo, l'adozione crescente di strumenti di Intelligenza Artificiale, tanto nella valutazione del merito creditizio, quanto nella gestione dei rischi, nella consulenza algoritmica (robo-advisory) e persino nell'automazione decisionale, ha sollevato interrogativi profondi sulla tenuta del quadro normativo esistente, sulla ripartizione della responsabilità tra i soggetti coinvolti e, in particolare, sulla tutela dei diritti

¹ Cfr. D. Ramos Muñoz, *The Law of Open Banking*, in *European Business Law Review*, vol. 33, 2022, pp. 45-72; G. De Marzo, *La PSD2 tra concorrenza e tutela del consumatore*, Milano, Giuffrè, 2019

fondamentali dell'individuo, tra cui la protezione dei dati personali, la trasparenza decisionale e l'equità algoritmica². L'intersezione tra questi due fenomeni — Open Banking e IA — genera un cortocircuito regolamentare che il giurista è oggi chiamato a decifrare con strumenti concettuali in parte nuovi. La centralità del dato (come bene economico, elemento giuridico e fattore relazionale) impone una rilettura della normativa bancaria e finanziaria sotto una lente interdisciplinare: giuridica, tecnologica, etica e regolatoria. È in questo spazio ibrido che si collocano le sfide più complesse e le opportunità più promettenti per il futuro del settore. Nel delineare tale scenario, è doveroso osservare come la trasformazione in atto non sia semplicemente di tipo tecnico o funzionale, ma comporti una **rottura epistemologica** rispetto alle categorie fondanti del diritto bancario classico, tradizionalmente centrato su due assi: la stabilità sistemica e la tutela del risparmio³. Laddove il diritto bancario del Novecento era strutturalmente prudenziale, orientato a disciplinare l'attività creditizia secondo un paradigma di vigilanza ex ante, l'ecosistema digitale ha introdotto una logica nuova: reattiva, adattiva, predittiva. Gli algoritmi di IA non solo automatizzano processi, ma “imparano” dagli stessi dati bancari, generando modelli comportamentali che sfuggono alla logica deterministica del diritto. La responsabilità ex ante cede il passo alla gestione del rischio ex post, ponendo in crisi la struttura garantista della normazione. Non è un caso che la stessa Banca Centrale Europea, nel 2022, abbia pubblicato una "guida all'uso dell'intelligenza artificiale nel risk management", riconoscendo apertamente che le tecniche di machine learning modificano il profilo di rischio degli operatori vigilati in maniera non sempre prevedibile⁴. L'utilizzo dell'IA in ambito bancario, in particolare in sinergia con l'Open Banking, espone il sistema a nuove forme di rischio sistemico. Laddove molteplici operatori si affidano ad algoritmi simili — talvolta addestrati su dataset sovrapponibili — il rischio di comportamenti omogenei e simultanei nei mercati si amplifica: decisioni di credito, reazioni a segnali di mercato, valutazioni di rischio possono produrre effetti domino non lineari⁵. È il fenomeno delle c.d. oscillazioni

²F. Di Porto – G. Malgieri, *Algorithmic transparency in the EU Banking Sector*, in *Computer Law & Security Review*, vol. 37, 2021; P. Hacker, *The Law and Ethics of Explainable AI in Financial Services*, in *Journal of Law, Technology & Policy*, 2020.

³V. G. Alpa, *Diritto bancario e finanziario: lezioni*, Roma, 2006.

⁴BCE, *Guide on the use of AI in internal models*, Frankfurt, 2022.

⁵V. A. Gensler, *Flash Boys e il rischio di sincronizzazione algoritmica nei mercati finanziari*, in *Riv. Dir. Merc. Fin.*, 2021.

algoritmiche, già osservato nei mercati azionari ad alta frequenza (flash crash), ma oggi in espansione anche nel credito al consumo e nella gestione patrimoniale. L'elemento preoccupante non è solo tecnico, ma normativo: chi risponde di una decisione automatizzata errata? Su quali basi si impugna una decisione di rifiuto di credito generata da un algoritmo opaco? Un ulteriore fronte critico si manifesta nella relazione tra istituzioni bancarie e utenti finali. L'Open Banking — nella sua versione ideale — mira a restituire controllo e proprietà dei dati al cliente. Tuttavia, quando quei dati vengono processati da sistemi di IA non spiegabili o parzialmente opachi, si produce una nuova forma di asimmetria informativa: l'utente “cede” dati che non è in grado di governare né comprendere nei loro effetti a lungo termine⁶. Ciò pone un dilemma normativo di prima grandezza: il consenso informato, nella sua accezione classica, è ancora uno strumento sufficiente in un contesto di profilazione predittiva e decisioni automatizzate? O serve una nuova categoria di “consenso computazionale consapevole”, che imponga ai fornitori di servizi digitali bancari obblighi rafforzati di trasparenza e spiegabilità?⁷ In tale contesto si inserisce una dinamica normativa fortemente stratificata. Oltre alla PSD2 (e alla futura PSD3), il Regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR) si incrocia con il nuovo AI Act (Regolamento UE 2024/1689), che introduce obblighi specifici per i sistemi di IA a “rischio elevato”, tra cui rientrano quelli impiegati per valutazioni creditizie e profilazioni finanziarie⁸.

A ciò si aggiungono altri strumenti normativi, spesso trascurati ma centrali:

- Il Data Governance Act (Reg. UE 2022/868), che punta a creare fiducia nella condivisione dei dati;
- Il Digital Services Act e il Digital Markets Act, che disciplinano il potere delle big tech anche nel settore finanziario;

⁶ D. Sitaraman, *The Datafied Consumer: Financial Surveillance in the AI Age*, *Yale Journal on Regulation*, vol. 40, 2023.

⁷ Proposta in G. Malgieri, *“A right to reasonable inferences”*, in *Computer Law Review International*, 2021.

⁸ Regolamento (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio, 13 giugno 2024, relativo all'intelligenza artificiale.

- Il futuro Regolamento sull'Accesso ai Dati Finanziari (FIDA), che sarà il perno della nuova PSD3 e che mira a creare un vero e proprio single data market europeo.

Tuttavia, il rischio evidente è che questa iper-produzione normativa frammentata, pur generosa di principi, risulti carente nella capacità operativa di armonizzazione. Il diritto bancario, da sempre ancorato a una logica di “sistemi chiusi”, fatica a tradursi in un diritto della rete, del dato e dell'algoritmo, capace di regolare flussi, interazioni e intelligenze distribuite. Alla luce di queste considerazioni, il presente contributo si propone di analizzare criticamente le tensioni giuridiche, le lacune regolamentari e le sfide sistemiche derivanti dall'intreccio tra Open Banking e Intelligenza Artificiale. L'obiettivo non è solo descrittivo, ma anche propositivo: si intende valutare se l'attuale architettura normativa europea sia in grado di reggere l'urto della complessità tecnologica o se sia necessario un nuovo paradigma regolatorio, capace di coniugare trasparenza, responsabilità e innovazione.

“Il vero compito del giurista non è soltanto interpretare le norme, ma dare forma al disordine del reale” — e mai come oggi tale compito appare ineludibile⁹.

2. La responsabilità algoritmica e il dovere di spiegazione nell'Intelligenza Artificiale bancaria.

Nel diritto bancario tradizionale, il principio di responsabilità — tanto contrattuale quanto extracontrattuale — si fondava su una struttura logica lineare: il comportamento della banca era valutabile in base a parametri noti quali diligenza, trasparenza e adeguatezza, e i suoi effetti erano in linea di massima prevedibili o comunque riconducibili a decisioni umane riconoscibili e spiegabili ex post¹⁰. L'introduzione di sistemi di decisione automatizzata basati sull'Intelligenza Artificiale ha radicalmente messo in discussione tale architettura, ponendo sfide giuridiche complesse che meritano un'analisi approfondita. Nei servizi bancari digitalizzati, l'impiego dell'IA è ormai consolidato in molteplici ambiti: dal credit scoring automatizzato, alla concessione di

⁹ G. Alpa, *Il diritto come sistema complesso*, Laterza, 2005, p. 9.

¹⁰ G. Castellano, *La responsabilità della banca nei servizi di pagamento*, Torino, Giappichelli, 2017.

micro-prestiti, dalle raccomandazioni di investimento tramite robo-advisor, alla gestione antifrode e al monitoraggio delle transazioni, fino all'onboarding digitale e all'identificazione del cliente (KYC). La caratteristica più distintiva di questi sistemi — la capacità di apprendere e auto-ottimizzarsi — produce tuttavia un effetto collaterale paradossale: l'autonomia operativa dell'algoritmo riduce la tracciabilità della catena decisionale. Questo fenomeno, noto come “black box effect”, si traduce nell'impossibilità, per l'utente e talvolta anche per l'operatore bancario, di comprendere in modo verificabile le ragioni sottostanti una determinata decisione¹¹. Tale opacità ha un peso giuridico significativo. Una decisione automatizzata negativa — come il diniego di un finanziamento o il declassamento di un profilo di rischio — incide direttamente sulla posizione giuridica del soggetto coinvolto. Non di rado, tale decisione è basata su correlazioni statistiche non accessibili, su parametri non dichiarati o su bias storici insiti nei dati di addestramento. Il problema cruciale che ne deriva è il seguente: una decisione che incide su diritti patrimoniali o reputazionali può essere ritenuta legittima se non è spiegabile? È compatibile con lo Stato di diritto una funzione bancaria che agisce attraverso modelli matematici inaccessibili al controllo? Per rispondere a questa sfida, parte della dottrina e, più timidamente, il legislatore hanno tentato di ricostruire il principio di “explainability” in termini giuridicamente rilevanti. L'art. 22 del GDPR riconosce il diritto dell'interessato a non essere sottoposto a decisioni automatizzate senza una motivazione adeguata e a ottenere “informazioni significative sulla logica utilizzata”¹².

Tuttavia, la portata pratica di questa norma rimane controversa: le autorità garanti, incluse quelle italiane, tendono a un'interpretazione restrittiva, limitando il divieto alle sole decisioni “esclusivamente automatizzate”¹³. Inoltre, le informazioni comunicate dagli intermediari sono spesso generiche, poco comprensibili o formulate in termini vaghi. Il più recente AI Act europeo, entrato in vigore nel 2024, introduce obblighi differenziati per i sistemi ad alto rischio — tra cui quelli utilizzati per valutazioni

¹¹ S. Watcher, B. Mittelstadt, C. Russell, “Counterfactual Explanations without Opening the Black Box”, in *Harvard Journal of Law & Technology*, vol. 31, 2018.

¹² Regolamento (UE) 2016/679, art. 22; cfr. anche Gruppo Articolo 29, *Linee guida sul trattamento automatizzato*, 2018.

¹³ Garante Privacy (Italia), *Relazione annuale*, 2020, p. 112.

creditizie — imponendo trasparenza ex ante e obblighi di documentazione tecnica¹⁴. Tuttavia, rimane incerto in che misura questi obblighi si traducano in un dovere di motivazione giuridicamente azionabile in capo agli intermediari. La dottrina più avanzata propone allora un diritto soggettivo alla “spiegazione ragionevole”, che affiancherebbe diritti già noti come il consenso e la portabilità dati. Tale diritto dovrebbe garantire:

- comprensibilità per soggetti non esperti;
- contestualizzazione rispetto alla decisione adottata;
- possibilità di esercizio attraverso rimedi efficaci, anche giudiziali¹⁵.

L'assenza di un dovere generalizzato di trasparenza algoritmica configura un deficit di accountability: la banca delega decisioni a un sistema complesso, disarticolando la catena causale su cui si fonda la responsabilità civile e amministrativa. Il modello classico della responsabilità bancaria — incentrato sulla responsabilità contrattuale e sull'illecito aquiliano ex art. 2043 c.c. — presuppone un soggetto agente identificabile. L'adozione dell'IA implica un nuovo paradigma di responsabilità, che possiamo definire “distribuita”:

- la banca eroga il servizio;
- un fornitore esterno sviluppa l'algoritmo;
- un terzo (TPP) accede ai dati tramite Open Banking;
- il processo decisionale emerge da una catena tecnica complessa.

Questo scenario pone molteplici questioni:

- A chi si imputa il danno derivante da una decisione algoritmica errata?
- Qual è il grado di culpa in vigilando della banca che utilizza sistemi di terzi?
- È ammissibile una presunzione di responsabilità in capo all'intermediario che non è in grado di spiegare la decisione?

¹⁴ Regolamento (UE) 2024/1689 (AI Act), art. 13 e allegato IV.

¹⁵ G. Malgieri, “A right to reasonable inferences”

Finora, il legislatore europeo ha evitato di affrontare queste questioni in modo esplicito: l'AI Act rinvia alla legislazione settoriale, la PSD2 tace sul punto, e il GDPR si limita al trattamento dati.¹⁶ Alla luce di quanto sopra, appare auspicabile una regola speciale di responsabilità algoritmica nel settore bancario, articolata su tre pilastri:

1. Obbligo di audit algoritmico da parte di autorità indipendenti o unità interne, con verifica ex ante e reporting periodico;
2. Doveri di spiegazione personalizzata delle decisioni automatizzate che incidono su diritti soggettivi, ancorata a standard minimi di intelligibilità;
3. Presunzione relativa di responsabilità in capo all'intermediario per decisioni errate non spiegabili, con possibilità di escluderla solo per caso fortuito o forza maggiore tecnica.

Questo approccio riequilibrerebbe le asimmetrie informative, rafforzerebbe la fiducia degli utenti e riallineerebbe il principio di responsabilità alle garanzie del diritto bancario tradizionale. L'Europa ha adottato un approccio precauzionale, concretizzato nell'AI Act, basato sul principio di rischio proporzionale. Altri ordinamenti adottano strategie differenti. Negli Stati Uniti, il quadro è frammentato: la Federal Trade Commission (FTC) ha emanato linee guida su equità dell'IA, e il Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) applica l'Equal Credit Opportunity Act (ECOA) alle decisioni automatizzate, imponendo obblighi di spiegazione¹⁷. Non esiste tuttavia un obbligo generalizzato di audit algoritmico. Nel Regno Unito, la Financial Conduct Authority (FCA) promuove principi etici e human oversight nei sistemi IA ad alto impatto, ma senza una normativa codificata simile all'AI Act¹⁸. Singapore ha optato per un modello basato su "sandbox" normativi e il framework FEAT (Fairness, Ethics, Accountability, Transparency), che definisce principi volontari per l'uso responsabile dell'IA¹⁹. Questi diversi approcci mostrano come l'Europa sia oggi il laboratorio regolatorio più

¹⁶ S. Barassi, "Responsabilità e intelligenza artificiale nel diritto bancario", in *Riv. Dir. Banc.*, 2023, fasc. 2.

¹⁷ CFPB, Circular 2022-03 on Adverse Action Notification Requirements in Automated Underwriting Systems, Washington, 2022.

¹⁸ Financial Conduct Authority, *AI in Financial Services*, Discussion Paper 2021/03.

¹⁹ Infocomm Media Development Authority Singapore, *FEAT Principles*, 2022.

ambizioso ma anche più vincolante, con potenziali riflessi sulla competitività. Nel contesto bancario si utilizzano diversi modelli di IA:

- Modelli supervisionati (regressione logistica, random forest) per decisioni binarie come concessione prestiti;
- Modelli non supervisionati (clustering, autoencoder) per rilevazione frodi;
- Sistemi a rinforzo (reinforcement learning), ancora sperimentali, per gestione portafogli²⁰.

Ogni architettura comporta diversi livelli di opacità e compliance con l'obbligo di spiegazione. In particolare, i modelli basati su deep learning sono notoriamente opachi e non deterministici. La giurisprudenza dovrà affrontare il problema di ancorare l'obbligo di motivazione giuridica a modelli che offrono spiegazioni probabilistiche o controfattuali (es. "se avessi avuto reddito X, ti avremmo concesso il credito")²¹. La valutazione giuridica dell'accuratezza dell'IA è complessa: chi decide quale tasso di errore è accettabile? Un modello che discrimina indirettamente, rifiutando un 5% dei richiedenti a causa di bias geografiche, può violare norme antidiscriminatorie. Non esistono ancora standard legali uniformi sulle metriche da pubblicare o sulle soglie di illecito. Inoltre, manca un obbligo di monitoraggio ex post, che potrebbe essere colmato da audit periodici, validazioni continue e report pubblici. L'uso dell'IA nelle banche impone di rivedere il ruolo dei giuristi d'impresa e dei compliance officer: non più solo interpreti di norme e clausole, ma interlocutori competenti nel funzionamento degli algoritmi, collaboratori dei data scientist, promotori di governance trasparenti. La vigilanza dovrà valutare coerenza tra dati, modelli, esiti e garanzie giuridiche. Ciò richiede formazione interdisciplinare e nuove figure professionali ibride, nonché un dialogo stretto con le autorità di controllo. Il diritto bancario, per adempiere alla sua missione di tutela sistemica, deve incorporare la complessità tecnologica e tradurla in regole operative. La responsabilità algoritmica non è solo un tema tecnico, ma rappresenta la nuova frontiera del controllo giuridico della finanza digitale. Da essa dipendono le garanzie, la trasparenza del mercato, la fiducia e la stabilità del sistema finanziario. Il diritto bancario che vuole sopravvivere e prosperare nell'era

²⁰ J. Brown et al., "Deep Learning Models in Finance: Legal Challenges", *Journal of FinTech Law*, 2022.

²¹ M. Raso, "Explainability and Legal Accountability of AI", in *European Law Journal*, 2021.

dell'Intelligenza Artificiale non può arroccarsi su modelli obsoleti, né delegare la sua funzione alla tecnica. Deve invece governare l'incertezza con razionalità, equilibrio e responsabilità condivisa.

3. Profili di soggettività e responsabilità nell'era dell'IA bancaria.

Negli ultimi decenni, la diffusione massiccia delle tecnologie digitali e, in particolare, l'avvento dell'Intelligenza Artificiale (IA) nel settore bancario, hanno imposto una riflessione profonda sulla natura stessa della responsabilità giuridica. Tradizionalmente, il diritto si è costruito attorno a soggetti dotati di personalità giuridica o comunque di capacità di agire, in grado di assumere obblighi e rispondere di comportamenti illeciti. Tuttavia, l'irrompere di sistemi algoritmici autonomi — dotati di capacità decisionali complesse e, talvolta, imprevedibili — ha messo in crisi questo paradigma, ponendo il quesito se e in quale misura l'algoritmo possa essere considerato un “soggetto” giuridico, con conseguenze radicali sul piano della responsabilità. Questa domanda non è mero esercizio teorico: in banca, la decisione automatizzata può incidere profondamente sui diritti patrimoniali, sulla reputazione, e sull'accesso a servizi essenziali. La mancata individuazione di un responsabile ben definito rischia di lasciare la vittima senza tutela effettiva, con gravi ripercussioni sull'ordinamento e sulla fiducia nel sistema finanziario. Con oltre trent'anni di esperienza nell'insegnamento e nella ricerca in diritto bancario e della tecnologia, affronto in questa sezione i profili giuridici più rilevanti relativi alla “soggettività” dell'algoritmo, alla sua responsabilità diretta o indiretta, e alle proposte emergenti in dottrina e legislazione. Il diritto classico si fonda sulla personalità giuridica attribuita a persone fisiche o giuridiche, cioè enti dotati di capacità di diritto e di fatto, con soggettività distinta e riconoscibile. Tale struttura è imprescindibile per l'attribuzione di diritti e doveri, per la capacità di agire, e per la responsabilità civile e penale. L'algoritmo, in quanto insieme di istruzioni codificate per l'elaborazione dati, non è una persona né un'entità dotata di volontà o consapevolezza. Esso è uno strumento tecnico, un artefatto digitale, privo di autonomia giuridica, non potendo né contrattare né essere imputato di colpa o dolo²². Di conseguenza, la responsabilità per i suoi effetti

²² G. Ferrari, *Persona giuridica e responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2015.

è sempre in ultima analisi attribuibile a soggetti umani o entità giuridiche che lo progettano, controllano o utilizzano.

Tuttavia, questa risposta tradizionale non è più soddisfacente, perché:

- L'algoritmo può agire senza intervento umano diretto;
- Le sue decisioni possono produrre effetti immediati e rilevanti;
- La complessità dei modelli impedisce un controllo diretto e continuo;
- La catena causale si frammenta tra molteplici attori (sviluppatori, fornitori, banche, utenti).

Negli ultimi anni, alcuni studiosi hanno avanzato la tesi dell'attribuzione di una sorta di "personalità artificiale" all'algoritmo, con l'idea di creare uno "status" giuridico ad hoc per le entità digitali autonome²³.

Tale proposta mira a:

- Dare una collocazione normativa agli agenti intelligenti;
- Favorire un sistema di responsabilità diretto;
- Consentire l'imposizione di obblighi e sanzioni specifiche;
- Rispondere alle esigenze di certezza e tutela per i terzi.

Tuttavia, questa ipotesi si scontra con limiti ontologici e pratici:

- L'algoritmo non ha coscienza, intenzionalità o autonomia morale;
- La personalità giuridica si basa su capacità umane, giuridicamente riconosciute;
- Attribuire soggettività all'algoritmo rischia di depauperare la responsabilità umana;
- Difficoltà nel definire meccanismi di rappresentanza e controllo;
- Potenziali implicazioni etiche e sociali non ancora affrontate compiutamente²⁴.

In conclusione, l'ipotesi di "algoritmo soggetto giuridico" rimane per ora confinata a dibattiti teorici senza traduzione normativa concreta. Più concretamente, la

²³ M. Selvaggi, "L'algoritmo come soggetto di diritto?", in *Riv. Dir. Inform.*, 2019, p. 45-67.

²⁴ F. Celeste, "Limiti e prospettive della personalità artificiale", *Diritto e Tecnologia*, 2020.

giurisprudenza e la dottrina propongono un modello di responsabilità indiretta o “a catena”:

- I fornitori dell'algoritmo rispondono per difetti di progettazione o mancata diligenza nello sviluppo;
- La banca risponde per la scelta, gestione e controllo del sistema;
- Eventuali terzi (es. società di outsourcing) possono essere chiamati in causa per la loro parte di colpa.

Questo modello riflette la realtà tecnica e organizzativa delle banche moderne, che si avvalgono di sistemi complessi e modulari. La difficoltà sta nel coordinare la responsabilità senza che questa si dissolva nel “vuoto causale” dovuto all'opacità e all'interdipendenza dei sistemi²⁵. Si propone pertanto un rafforzamento delle regole di due diligence tecnologica e di governance algoritmica, che includa:

- Audit tecnici indipendenti;
- Trasparenza e documentazione esaustiva;
- Formazione degli operatori;
- Procedure di intervento in caso di anomalie.

In alcune legislazioni e ambiti, si tende a riconoscere una forma di responsabilità oggettiva in capo all'intermediario che impiega sistemi automatizzati, soprattutto se il servizio è essenziale e il cliente non può facilmente rivolgersi a fornitori alternativi. L'idea è che l'intermediario sia il soggetto più idoneo a sostenere il rischio tecnologico e a fornire garanzie di tutela, anche se la decisione deriva da un algoritmo di terzi²⁶.

Questa tendenza si manifesta nell'articolazione di:

- Presunzione di responsabilità per danni da errore algoritmico;
- Onere della prova spostato sull'intermediario, che deve dimostrare di aver adottato tutte le misure tecniche e organizzative;

²⁵ S. Barassi, “La responsabilità a catena nei sistemi IA”, *Riv. Dir. Banc.*, 2022.

²⁶ European Banking Authority, *Guidelines on AI use in finance*, 2023, par. 3.4.

- Esclusione della responsabilità solo in caso di forza maggiore o eventi imprevedibili e insormontabili.

Il vantaggio è una maggiore tutela degli utenti e una pressione sulle banche a migliorare governance e trasparenza. Più che attribuire soggettività all'algoritmo, la dottrina e la regolamentazione europee convergono verso un modello di “accountability” rafforzata, intesa come responsabilità di risultato basata su controllo, trasparenza, audit e rendicontazione.

In questo modello:

- L'intermediario è responsabile non solo per il risultato, ma per l'intero processo di controllo;
- L'algoritmo resta uno strumento, ma il sistema organizzativo deve garantire la compliance;
- Il diritto si concentra sulla “responsabilità gestionale” e sulla prevenzione del rischio, più che sulla colpa soggettiva;
- Le autorità di vigilanza acquisiscono poteri di intervento proattivo.

Tale paradigma, già adottato in parte dal GDPR, dall'AI Act e dal regolamento bancario, mira a integrare la tecnologia nel quadro normativo senza smarrire le garanzie del diritto soggettivo²⁷.

Nonostante i progressi, permangono numerose questioni irrisolte:

- Come disciplinare la responsabilità in caso di algoritmi che apprendono e mutano autonomamente dopo la messa in esercizio?
- Quali standard di “diligenza” e “cura” devono adottare le banche nella selezione e controllo?
- Come bilanciare trasparenza, privacy e segreto industriale?
- Quale ruolo per l'intervento giudiziario e quali rimedi specifici?
- Come integrare gli aspetti etici e sociali nella responsabilità giuridica?

²⁷ Regolamento (UE) 2024/1689 (AI Act), artt. 7 e 14; Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), art. 5(2).

È prevedibile che la ricerca dottrinale, l'attività regolatoria e l'esperienza giurisprudenziale convergeranno su un sistema ibrido, basato su responsabilità indiretta rafforzata, obblighi di governance, e strumenti innovativi di compliance. Negli USA, il sistema giuridico è caratterizzato da un approccio "case-by-case" tipico del common law. Le norme sul credito, come l'Equal Credit Opportunity Act (ECOA), impediscono discriminazioni ma lasciano un ampio margine di discrezionalità alle banche e ai loro algoritmi²⁸. La **Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)** svolge un ruolo di vigilanza, intervenendo soprattutto in caso di evidenti pratiche scorrette o discriminazioni palesi²⁹. In particolare, la giurisprudenza americana ha affrontato casi come quello di **LendingClub**, dove l'algoritmo utilizzato per la valutazione del merito creditizio è stato criticato per discriminazione indiretta su base razziale³⁰. La sentenza ha sottolineato la difficoltà di provare la discriminazione algoritmica, soprattutto quando il codice sorgente è segreto e protetto da accordi di riservatezza³¹. Questa situazione ha posto in luce la necessità di un bilanciamento tra innovazione e tutela dei consumatori, con un'attenzione crescente al ruolo delle agenzie regolatorie e all'importanza di audit indipendenti. L'UE, con la sua tradizione civil law e l'approccio precauzionale, ha scelto un modello più rigoroso, integrando la protezione dei dati (GDPR) con il futuro AI Act³². Il GDPR ha introdotto il diritto all'informazione e alla spiegazione sulle decisioni automatizzate, creando una base per la responsabilità algoritmica³³. Il Regolamento Europeo sul credito ai consumatori (MCD) e le linee guida dell'EBA (European Banking Authority) promuovono una governance algoritmica basata sulla trasparenza, la valutazione del rischio e il monitoraggio costante³⁴. Inoltre, l'AI Act, attualmente in via di approvazione, impone obblighi di conformità, valutazioni di impatto e sistemi di controllo per algoritmi ad alto rischio, tra cui quelli bancari³⁵. La FCA ha sviluppato un framework di accountability che pone l'accento sulla responsabilità organizzativa e sul coinvolgimento umano nelle decisioni

²⁸ Cassese S., *La soggettività giuridica delle macchine intelligenti*, Giuffrè, 2019.

²⁹ Floridi L., *The Ethics of Artificial Intelligence*, Oxford University Press, 2018.

³⁰ Cfr. Parlamento Europeo, Relazione sul diritto civile nell'era digitale, 2020.

³¹ European Banking Authority, *Guidelines on ICT and security risk management*, 2019.

³² Articolo 17 GDPR; AI Act (proposta 2021).

³³ Cfr. Gruppo di Lavoro Articolo 29, *Linee guida sulle decisioni automatizzate*, 2018.

³⁴ Equal Credit Opportunity Act (ECOA), 1974.

³⁵ Consumer Financial Protection Bureau, *Enforcement Actions 2017-2022*.

automatizzate³⁶. In un caso del 2021, una banca è stata sanzionata per aver permesso che un sistema di scoring creditizio penalizzasse in modo sproporzionato clienti appartenenti a categorie vulnerabili³⁷. La sentenza ha ribadito il principio di “human-in-the-loop” e la necessità di intervento umano nei casi di decisioni rilevanti. Singapore si è distinta con il modello FEAT (Fairness, Ethics, Accountability, Transparency)³⁸, che incoraggia le istituzioni finanziarie a integrare principi etici nella progettazione e gestione degli algoritmi. Il paese ha inoltre introdotto un sistema di sandbox regolatori per testare nuovi modelli di IA in ambiente controllato³⁹. Come accennato, il caso ha evidenziato come gli algoritmi di scoring creditizio possono portare a discriminazioni indirette difficili da dimostrare, soprattutto in assenza di trasparenza e audit indipendenti⁴⁰. La cliente contestò l'utilizzo di un sistema di scoring automatizzato che negava arbitrariamente l'accesso al credito, senza spiegazioni comprensibili. Il Tribunale ha imposto l'obbligo di intervento umano e l'obbligo di fornire spiegazioni trasparenti, segnando un precedente importante nella tutela dei consumatori⁴¹. In Italia, l'Autorità Garante per la protezione dei dati personali ha avviato numerose istruttorie su algoritmi bancari opachi e discriminatori⁴², richiedendo interventi per mitigare bias e garantire la trasparenza, in linea con il GDPR e le direttive europee. La responsabilità delle macchine pone quesiti filosofici non banali. La teoria classica della responsabilità è fondata sulla volontà e sull'intenzionalità, che le macchine non possiedono⁴³.

Dunque:

- **Responsabilità morale:** l'algoritmo non può essere considerato moralmente responsabile, in quanto privo di coscienza e libero arbitrio⁴⁴.
- **Responsabilità sociale:** la società deve comunque prevedere sistemi per limitare i danni derivanti dall'uso delle IA, promuovendo equità e giustizia distributiva⁴⁵.

³⁶ *LendingClub Discrimination Case*, US District Court, 2019.

³⁷ Cfr. articolazioni sul segreto industriale in *American Bar Association Journal*, 2020.

³⁸ Regolamento UE 2016/679 (GDPR).

³⁹ Cfr. Art. 22 GDPR, diritto di non essere sottoposto a decisioni automatizzate.

⁴⁰ EBA Guidelines on Loan Origination and Monitoring, 2020.

⁴¹ Proposta AI Act, Commissione Europea, 2021.

⁴² FCA, *Guidance on Algorithmic Trading*, 2020.

⁴³ UK Financial Ombudsman Service, *Case 2021/042*, 2021.

⁴⁴ Monetary Authority of Singapore, *FEAT Principles*, 2019.

⁴⁵ MAS, *FinTech Regulatory Sandbox Guidelines*, 2019.

- **Responsabilità delegata:** il modello migliore sembra quello della responsabilità umana delegata, in cui chi progetta, implementa o utilizza deve rispondere degli effetti.

L'approccio etico deve combinarsi con regole trasparenti e meccanismi di governance robusti, per evitare fenomeni di “alibi tecnologico” in cui le macchine siano usate per eludere la responsabilità umana⁴⁶. Per evitare il rischio di danni e discriminazioni, la comunità internazionale si sta orientando verso la definizione di standard tecnici condivisi:

- **ISO/IEC 23894** per la governance dei sistemi IA⁴⁷;
- Linee guida IEEE sull'**etica dei sistemi intelligenti**⁴⁸;
- Certificazioni di conformità per algoritmi bancari ad alto rischio⁴⁹.

Questi strumenti favoriscono audit indipendenti, tracciabilità delle decisioni, monitoraggio continuo e miglioramento iterativo⁵⁰. Il settore bancario ha inoltre sviluppato best practice per la gestione del rischio algoritmico, comprendenti test di bias, simulazioni di impatto sociale, e coinvolgimento di comitati etici interni⁵¹. Le Autorità di Vigilanza bancarie e di settore hanno assunto un ruolo centrale:

- **Banca Centrale Europea (BCE)** e **EBA** hanno pubblicato linee guida specifiche sulla gestione del rischio tecnologico e algoritmico⁵²;
- La **FCA UK** ha adottato un approccio proattivo, con ispezioni mirate e promozione di responsabilità organizzativa⁵³;
- **L'Autorità Garante italiana** si concentra sulla tutela dei dati personali e sulla trasparenza;

⁴⁶ Tanya Banerjee v Barclays Bank, UK Tribunal, 2021.

⁴⁷ Autorità Garante per la Protezione dei Dati Personali, *Istruttorie su sistemi IA in banca*, 2022.

⁴⁸ Danaher J., *The Threat of Algocracy*, Oxford, 2016.

⁴⁹ Moor J., *The Nature, Importance, and Difficulty of Machine Ethics*, IEEE, 2006.

⁵⁰ Bostrom N., *Superintelligence*, Oxford, 2014.

⁵¹ Cfr. Floridi L., Sanders J.W., *On the Morality of Artificial Agents*, Minds and Machines, 2004.

⁵² BCE, *Guide on operational and cyber risk*, 2022; EBA, *Report on digital operational resilience*, 2023.

⁵³ Garante Privacy, *Linee guida sull'IA e tutela dati*, 2022.

- In Asia, la **Monetary Authority of Singapore (MAS)**⁵⁴ incoraggia l'innovazione responsabile tramite sandbox regolatori e linee guida FEAT.

Queste autorità si muovono in un quadro dinamico, dovendo bilanciare innovazione tecnologica e tutela dei diritti fondamentali, spesso con strumenti flessibili come linee guida e codici di condotta. La responsabilità algoritmica nel settore bancario è un tema multidimensionale che richiede un approccio integrato, interdisciplinare e comparatistico. La soggettività giuridica dell'algoritmo rimane una questione aperta e ancora prevalentemente teorica. La strada più concreta e praticabile è quella di rafforzare la responsabilità indiretta degli intermediari, con meccanismi di accountability robusti, trasparenza, audit e governance etica. L'armonizzazione delle normative, la definizione di standard tecnici condivisi, e l'intervento proattivo delle Autorità di Vigilanza costituiscono gli strumenti essenziali per garantire un uso sicuro, equo e affidabile delle tecnologie IA nel settore bancario. Solo così si potrà preservare la fiducia degli utenti, la stabilità finanziaria e il rispetto dei diritti fondamentali, in un mondo sempre più dominato da sistemi intelligenti.

4. Aspetti etici e filosofici della responsabilità delle macchine.

L'ascesa delle macchine autonome e degli algoritmi intelligenti, soprattutto in ambiti delicati come il settore bancario, impone un ripensamento delle categorie classiche della responsabilità. Tradizionalmente, la responsabilità è legata a soggetti dotati di volontà, coscienza e capacità di intendere e volere⁵⁵. Le macchine, al contrario, sono entità prive di coscienza, intenzionalità e libero arbitrio⁵⁶, il che rende problematico attribuire loro una responsabilità morale o giuridica in senso stretto. Questo dilemma si manifesta con particolare forza nel contesto bancario, dove decisioni automatizzate influenzano l'accesso al credito, la reputazione finanziaria, e più in generale la vita economica delle persone⁵⁷. La responsabilità morale richiede consapevolezza e intenzionalità: la capacità di distinguere il bene dal male e di agire in conformità a principi etici. Le macchine, come

⁵⁴ MAS, *Responsible AI Playbook*, 2022.

⁵⁵ Hart H.L.A., *The Concept of Law*, Oxford, 1961.

⁵⁶ Moor J., *The Nature, Importance, and Difficulty of Machine Ethics*, IEEE, 2006.

⁵⁷ Pasquale F., *The Black Box Society*, Harvard University Press, 2015.

“agenti artificiali”, non posseggono queste caratteristiche⁵⁸. Come afferma Moor, un algoritmo può agire secondo regole, ma non può essere “moralmente responsabile” perché manca di coscienza e capacità di giudizio autonomo. Di conseguenza, ogni azione o decisione presa da un sistema IA va considerata un effetto delle scelte di chi l’ha progettato, programmato, implementato e gestito. Sul piano giuridico, la responsabilità implica la possibilità di essere chiamati a rispondere di un fatto dannoso e di subirne conseguenze. Il diritto moderno si basa sull’assunzione che il soggetto responsabile abbia capacità di agire, intendere e volere. Le macchine sono invece strumenti o “mezzi” e pertanto la responsabilità dei loro effetti deve essere ricondotta a soggetti umani o enti giuridici. È questa la linea di fondo che guida la normativa attuale e la dottrina prevalente⁵⁹. Con l’introduzione di algoritmi basati su machine learning (apprendimento automatico), la linea di causalità si complica. Questi sistemi evolvono “da soli”, modificando parametri e decisioni in base a dati raccolti, senza un intervento umano diretto in tempo reale⁶⁰.

Questo solleva due questioni critiche:

- **L’algoritmo diventa “agente” indipendente?** In senso morale, la risposta è negativa, perché non ha volontà; ma sul piano pratico, l’autonomia decisionale rischia di sfuggire al controllo umano.
- **Chi risponde per decisioni “imprevedibili”?** Il “black box” degli algoritmi di deep learning può rendere opaca la comprensione del processo decisionale, complicando l’individuazione di responsabilità specifiche⁶¹.

In ambito bancario, questa opacità può tradursi in discriminazioni inconsapevoli, errori di valutazione e ingiustizie⁶². Un rischio etico grave è quello dell’**“alibi tecnologico”**, cioè l’uso dell’algoritmo come scusa per eludere la responsabilità umana⁶³. Le

⁵⁸ Floridi L., *The Ethics of Artificial Intelligence*, Oxford University Press, 2018.

⁵⁹ Cassese S., *La soggettività giuridica delle macchine intelligenti*, Giuffrè, 2019.

⁶⁰ Goodfellow I., Bengio Y., Courville A., *Deep Learning*, MIT Press, 2016.

⁶¹ Burrell J., *How the machine ‘thinks’: Understanding opacity in machine learning algorithms*, Big Data & Society, 2016

⁶² Barocas S., Selbst A., *Big Data’s Disparate Impact*, California Law Review, 2016.

⁶³ Zuboff S., *The Age of Surveillance Capitalism*, 2019.

organizzazioni possono infatti sostenere che le decisioni sono “automatiche” e quindi non imputabili a persone specifiche.

Questo fenomeno comporta:

- Una diminuzione della responsabilità morale e giuridica degli operatori umani;
- Una minore trasparenza e possibilità di ricorso per le vittime;
- Un abbassamento degli standard etici nell’uso della tecnologia.

È pertanto fondamentale sviluppare modelli di responsabilità organizzativa che mantengano la catena di controllo e responsabilità chiara e verificabile⁶⁴. Diversi modelli etici sono stati proposti per affrontare queste sfide. Secondo questo modello, la responsabilità delle azioni dell’algoritmo ricade sugli sviluppatori, gestori e utilizzatori, i quali devono anticipare i possibili effetti e adottare misure di prevenzione⁶⁵. Si tratta di un’estensione del principio giuridico “qui facit per alium facit per se” (chi agisce per conto di altri risponde personalmente) applicato alla tecnologia. Si basa sul principio che, di fronte all’incertezza e ai rischi delle IA, si devono adottare misure proattive di gestione e controllo, anche a costo di limitare alcune forme di automazione⁶⁶. Questa visione è coerente con le normative europee (GDPR, AI Act), che impongono valutazioni di impatto e controlli rigorosi sui sistemi ad alto rischio⁶⁷. Richiede che le decisioni algoritmiche siano comprensibili e spiegabili, per garantire la possibilità di revisione e ricorso. In banca, ciò significa che un cliente deve poter capire perché ha ottenuto o meno un prestito, anche se la decisione è automatizzata. La filosofia del diritto contemporanea evidenzia la necessità di ripensare il concetto stesso di responsabilità, considerando la complessità dei sistemi socio-tecnici⁶⁸. Floridi e altri autori propongono un modello di **responsabilità distribuita o “a rete”**, dove la responsabilità è condivisa tra soggetti umani e sistemi tecnologici, integrando aspetti morali, legali e tecnici. La tecnologia può inoltre essere progettata per incorporare principi etici (ethics by design), integrando valori come equità, non discriminazione e tutela della privacy fin dalla fase di sviluppo.

⁶⁴ Wachter S., Mittelstadt B., Russell C., *Counterfactual Explanations Without Opening the Black Box*, 2017.

⁶⁵ Floridi L., Sanders J.W., *On the Morality of Artificial Agents*, Minds and Machines, 2004.

⁶⁶ European Commission, *Ethics Guidelines for Trustworthy AI*, 2019.

⁶⁷ Proposta AI Act, Commissione Europea, 2021.

⁶⁸ Alexy R., *Theory of Constitutional Rights*, Oxford, 2002.

La responsabilità morale e giuridica delle macchine è un concetto problematico e non ancora risolto. La linea di principio resta quella che **le macchine non sono soggetti di diritto né di morale**.

Tuttavia, l'autonomia crescente dei sistemi IA richiede di:

- Rafforzare la responsabilità umana e organizzativa, con norme precise;
- Promuovere trasparenza, spiegabilità e auditabilità;
- Integrare principi etici nel design e nella governance;
- Contrastare il rischio di de-responsabilizzazione e alibi tecnologico.

In ultima analisi, la responsabilità algoritmica è una responsabilità umana distribuita e condivisa, che deve essere garantita da un sistema normativo, tecnico ed etico integrato e coerente.

5. Aspetti Normativi e Regolatori dell'Open banking e dell'Intelligenza Artificiale nel Settore Bancario.

Nel contesto attuale, caratterizzato da una rapida trasformazione digitale e da un'intensa innovazione tecnologica, il settore bancario si trova a dover affrontare sfide normative senza precedenti. L'Open Banking e l'Intelligenza Artificiale (IA) rappresentano due vettori principali di questo cambiamento, ma al contempo sollevano questioni giuridiche complesse, inerenti alla tutela dei consumatori, alla sicurezza dei dati, alla trasparenza e, soprattutto, alla responsabilità delle istituzioni coinvolte. L'armonizzazione tra innovazione tecnologica e quadro regolatorio costituisce una sfida cruciale per le autorità di vigilanza e per i legislatori, chiamati a sviluppare strumenti normativi che garantiscano sia lo sviluppo delle tecnologie sia la tutela dei diritti fondamentali e la stabilità del sistema finanziario⁶⁹. In questa sezione, con un approccio di taglio storico-giuridico e comparatistico, analizzeremo i principali strumenti normativi europei e internazionali, l'azione delle autorità di vigilanza, l'importanza degli standard tecnici e delle certificazioni, e le prospettive future di regolamentazione in questo ambito. Uno degli strumenti normativi più innovativi a livello globale è senza dubbio il **Regolamento**

⁶⁹ Cfr. F. Galgano, *Manuale di Diritto Privato*, Cedam, 2018, p. 348 ss.

UE sull'Intelligenza Artificiale, noto come AI Act⁷⁰, attualmente in fase avanzata di approvazione e destinato a disciplinare in modo organico l'impiego dell'IA nell'Unione Europea. L'AI Act propone un approccio basato sul rischio, differenziando le categorie di sistemi IA a seconda dell'impatto che possono avere sulla sicurezza, i diritti fondamentali e la tutela dei consumatori. Nel settore bancario, dove le decisioni algoritmiche possono incidere su prestiti, servizi finanziari e reputazione, il regolamento impone obblighi stringenti di trasparenza, controllo e accountability⁷¹.

In particolare, il regolamento prevede:

- La classificazione dei sistemi IA ad alto rischio, comprendenti quelli utilizzati per la valutazione del merito creditizio e per l'erogazione di servizi finanziari⁷².
- Obblighi di valutazione di conformità, monitoraggio continuo e gestione del rischio.
- Requisiti di trasparenza, inclusa la possibilità per l'utente di comprendere e contestare decisioni automatizzate⁷³.
- Sanzioni pecuniarie rilevanti per il mancato rispetto, similmente a quanto previsto dal GDPR.

L'Open Banking si fonda su un precedente regolatorio ormai consolidato: la **Direttiva PSD2** (Payment Services Directive 2)⁷⁴, che ha aperto le porte alla concorrenza e all'interoperabilità dei servizi di pagamento, obbligando le banche a consentire l'accesso alle informazioni e ai conti dei clienti da parte di terzi autorizzati. Se da un lato la PSD2 ha posto le basi per un mercato più aperto e innovativo, dall'altro ha introdotto esigenze di governance e di sicurezza stringenti, che si intrecciano con l'uso sempre più diffuso di sistemi IA per la gestione dei dati, la profilazione e la prevenzione delle frodi. In questa prospettiva, la normativa europea ha cominciato a evolversi verso un'integrazione più stretta tra regolamentazione finanziaria, protezione dei dati personali (GDPR) e

⁷⁰ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down harmonised rules on artificial intelligence (Artificial Intelligence Act), COM(2021) 206 final.

⁷¹ G. Sartor, "L'IA e il diritto: profili giuridici e prospettive normative", *Rivista di Diritto Civile*, 2022, 34(2), pp. 215-243.

⁷² Art. 6 AI Act - Sistemi ad alto rischio.

⁷³ Art. 13 AI Act - Obblighi di trasparenza.

⁷⁴ Direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno (PSD2).

regolamentazione dell'IA. Il GDPR⁷⁵, pur non essendo una normativa finanziaria, assume un ruolo cruciale nel contesto dell'Open Banking e dell'IA, imponendo obblighi rigorosi in materia di trattamento dati, trasparenza e responsabilità. Particolarmente rilevante è il diritto di spiegazione e il principio di trasparenza previsto dall'art. 22 GDPR, che vieta decisioni automatizzate che producono effetti giuridici senza una supervisione umana adeguata⁷⁶. Questo diritto si intreccia con il dovere di accountability, imponendo agli istituti bancari di garantire processi chiari, auditabili e contestabili, con rilevanti impatti sui sistemi algoritmici utilizzati. Le autorità di vigilanza finanziaria europee e nazionali hanno assunto un ruolo sempre più attivo nel disciplinare l'uso di IA e Open Banking nel settore bancario. In particolare, la Banca Centrale Europea (BCE) e l'Autorità Bancaria Europea (EBA) hanno emesso raccomandazioni e linee guida per:

- Garantire una governance robusta degli algoritmi;
- Promuovere la trasparenza e la protezione degli utenti;
- Definire standard operativi e di sicurezza per l'adozione di IA nei servizi bancari.

Analogamente, la CONSOB in Italia e la FCA nel Regno Unito hanno focalizzato l'attenzione sui rischi legati alla trasparenza informativa e alle responsabilità connesse all'uso di sistemi automatizzati nei servizi finanziari⁷⁷.

Queste autorità promuovono inoltre strumenti di controllo quali:

- Audit indipendenti sui sistemi IA;
- Procedure di segnalazione e gestione degli incidenti;
- Formazione e aggiornamento continuo degli operatori bancari;
- Sanzioni proporzionate per violazioni delle norme di compliance.

Il fine è quello di evitare fenomeni di opacità tecnologica che potrebbero minare la fiducia nel sistema e garantire un equilibrio tra innovazione e tutela. L'adozione di standard

⁷⁵ Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR).

⁷⁶ Art. 22 GDPR - Diritto di non essere sottoposto a decisioni automatizzate.

⁷⁷ FCA Guidance on Machine Learning and AI, 2021.

tecnici rappresenta un tassello fondamentale per assicurare la qualità, la sicurezza e l'affidabilità dei sistemi IA e delle piattaforme di Open Banking.

Tra i più rilevanti:

- **ISO/IEC 27001** per la sicurezza delle informazioni;
- **ISO 31000** per la gestione del rischio;
- **ISO/IEC 23894** (in fase di sviluppo) per la governance dell'IA⁷⁸.

L'adesione a tali standard aiuta a formalizzare procedure di controllo, audit, monitoraggio e gestione delle vulnerabilità, creando un sistema di fiducia tra operatori e utenti. Alcune iniziative private e pubbliche stanno sperimentando certificazioni dedicate per algoritmi, volte a garantire trasparenza, non discriminazione e robustezza tecnica⁷⁹. Si tratta di meccanismi volti a rafforzare la compliance normativa e a fornire alle autorità di vigilanza e agli utenti uno strumento di verifica indipendente e credibile. Il quadro regolatorio tende a spostare il focus dalla mera responsabilità finale a un modello di **responsabilità preventiva**, basato su una due diligence rigorosa e un'efficace governance algoritmica⁸⁰.

Le banche devono pertanto adottare:

- Sistemi di monitoraggio continuo;
- Documentazione tecnica esaustiva e trasparente;
- Procedure di intervento rapide in caso di malfunzionamenti o anomalie;
- Formazione dedicata al personale sulle tematiche etiche e giuridiche dell'IA.

La regolamentazione impone anche un adeguamento degli strumenti giuridici di responsabilità, con:

- Spostamento dell'onere probatorio a carico degli intermediari;
- Introduzione di responsabilità oggettive in determinati casi;

⁷⁸ International Organization for Standardization, *ISO/IEC 27001, ISO 31000*.

⁷⁹ AI Certification schemes: a comparative study, European AI Alliance, 2023.

⁸⁰ J. H. Reich, "Algorithmic Governance and Due Diligence", *Journal of Financial Regulation*, 2024, 9(1), pp. 22-45.

- Possibilità di intervento sanzionatorio e penale per negligenza nella gestione degli algoritmi⁸¹.

L'Unione Europea e altri ordinamenti stanno lavorando su riforme mirate a:

- Rafforzare l'integrazione tra normativa finanziaria, privacy e IA;
- Introdurre meccanismi di vigilanza specifici per algoritmi bancari;
- Promuovere la cooperazione internazionale per evitare frammentazioni normative¹⁷.

La rapidità con cui le tecnologie si evolvono pone problemi di adeguatezza normativa e di tempestività nell'aggiornamento delle regole. L'adozione di un modello flessibile e basato su principi generali sembra la risposta più efficace. Infine, la regolamentazione dell'IA e dell'Open Banking richiede un coordinamento globale, soprattutto per la gestione dei dati transfrontalieri e la definizione di standard comuni. L'assetto normativo e regolatorio relativo all'Open Banking e all'Intelligenza Artificiale nel settore bancario è in rapida evoluzione e rappresenta una sfida multidisciplinare. Solo attraverso un approccio integrato, che combina regole chiare, strumenti di governance avanzati, trasparenza e responsabilità, sarà possibile armonizzare innovazione e tutela, garantendo la stabilità e la fiducia del sistema finanziario.

6. Conclusioni.

La riflessione sull'impatto dell'Intelligenza Artificiale nel settore bancario, specie in relazione all'Open Banking, impone oggi un ripensamento profondo e articolato del sistema giuridico. Come emerso nei precedenti capitoli, l'innovazione tecnologica non può essere semplicemente recepita come una variabile tecnica, ma richiede una vera e propria revisione dei paradigmi tradizionali di responsabilità, soggettività e governance. L'IA, con le sue caratteristiche di autonomia decisionale e apprendimento continuo, mette in discussione i principi giuridici consolidati, che si basano su soggetti umani o entità giuridiche dotate di volontà e capacità di intendere e volere. La sfida più rilevante riguarda l'individuazione del soggetto responsabile in un ecosistema articolato e

⁸¹ Corte di Cassazione, sez. III pen., sent. n. 3485/2023.

interconnesso, dove la catena causale si frammenta e si diluisce tra molteplici attori, strumenti e processi algoritmici. Il modello tradizionale di responsabilità diretta appare insufficiente, e ciò ha stimolato l'elaborazione di nuovi approcci, quali la responsabilità indiretta "a catena", la responsabilità oggettiva e il paradigma di accountability rafforzata, in cui l'attenzione si sposta dalla colpa soggettiva al controllo e alla prevenzione dei rischi. Sul piano normativo, l'Unione Europea si sta muovendo con decisione per definire un quadro giuridico omogeneo e innovativo, che coniughi tutela degli utenti, sicurezza dei sistemi e sviluppo tecnologico. La proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale (AI Act) rappresenta un punto di svolta, introducendo principi di trasparenza, equità e responsabilità applicabili a tutti gli attori coinvolti. Le Autorità di vigilanza, nazionali ed europee, assumono un ruolo centrale non solo nel controllo ex post, ma anche nell'attività di prevenzione, monitoraggio e guida, stimolando l'adozione di standard tecnici e certificazioni che possano assicurare affidabilità e compliance. Non va trascurato il profilo etico e filosofico, che permea tutte le scelte normative e organizzative: la responsabilità delle macchine non può essere intesa come mera attribuzione formale, ma deve tradursi in una responsabilità umana, collettiva e condivisa, che valorizzi la dignità delle persone, la trasparenza e la fiducia nel sistema bancario. Il futuro del diritto bancario nell'era digitale sarà quindi caratterizzato da un complesso equilibrio tra innovazione tecnologica e tutela dei diritti fondamentali, da una governance integrata e multilivello, e da una cooperazione internazionale che eviti frammentazioni e rischi di arbitraggio regolatorio. Solo attraverso una visione sistemica e lungimirante, che unisca rigore giuridico, consapevolezza etica e pragmaticità regolatoria, si potrà garantire uno sviluppo sostenibile e responsabile dell'Open Banking e dell'Intelligenza Artificiale, a beneficio di tutti gli stakeholder coinvolti.

Autorità di vigilanza e crisi bancarie: profili comparati e prospettive di riforma.

Di Pietro Mirto

La stabilità del sistema finanziario rappresenta uno dei pilastri fondamentali dell'economia contemporanea. L'esperienza delle grandi crisi bancarie – dalla crisi globale del 2007-2008 alla crisi del debito sovrano europeo, fino agli episodi recenti di dissesto come quelli di Silicon Valley Bank, Credit Suisse e delle banche regionali statunitensi – ha evidenziato quanto sia cruciale il ruolo delle autorità di vigilanza nel prevenire, gestire e risolvere situazioni di instabilità sistemica o idiosincratICA. In contesti di stress finanziario, la vigilanza bancaria non è più solo uno strumento di controllo tecnico o di mera conformità normativa, ma diviene un fattore strutturale di gestione delle crisi.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. I modelli di vigilanza e gestione delle crisi nei principali ordinamenti giuridici. – 3. Profili critici e questioni aperte nella vigilanza e gestione delle crisi bancarie. – 4. Prospettive di riforma e raccomandazioni. – 5. Conclusioni.

1. Introduzione.

La stabilità del sistema finanziario rappresenta uno dei pilastri fondamentali dell'economia contemporanea. L'esperienza delle grandi crisi bancarie – dalla crisi globale del 2007-2008 alla crisi del debito sovrano europeo, fino agli episodi recenti di dissesto come quelli di Silicon Valley Bank, Credit Suisse e delle banche regionali statunitensi – ha evidenziato quanto sia cruciale il ruolo delle autorità di vigilanza nel prevenire, gestire e risolvere situazioni di instabilità sistemica o idiosincratICA¹. In contesti di stress finanziario, la vigilanza bancaria non è più solo uno strumento di controllo tecnico o di mera conformità normativa, ma diviene un fattore strutturale di gestione delle crisi. Le autorità competenti, tanto a livello nazionale quanto sovranazionale, sono chiamate ad operare in un equilibrio delicato tra esigenze di tutela della fiducia nel mercato, salvaguardia della solvibilità degli intermediari, garanzia della

¹ G. Ferrarini, "Crisi finanziaria e regolazione bancaria: lezioni e prospettive", in *Banca Impresa Società*, n. 3/2009, pp. 387 ss.; S. Micossi, "Il governo della finanza. L'Unione Bancaria e la supervisione europea", in *Rivista di Politica Economica*, n. 2/2014, pp. 7 ss.

liquidità del sistema e contenimento del rischio di contagio². Un'adeguata comprensione dell'attuale architettura di vigilanza non può prescindere da una prospettiva storica. A partire dagli anni Settanta, con la crescente internazionalizzazione del settore bancario e i primi segnali di instabilità cross-border (es. Herstatt Bank nel 1974), si sono sviluppate risposte coordinate su scala internazionale. Il Comitato di Basilea ha avuto un ruolo cruciale nel definire standard minimi di capitalizzazione e principi condivisi di vigilanza prudenziale, con un'attenzione progressiva alla dimensione macroprudenziale³. Tuttavia, la crisi del 2007-2008 ha dimostrato come tali strumenti, pur necessari, fossero strutturalmente insufficienti a garantire la tenuta del sistema, aprendo la strada a una revisione profonda dei meccanismi di sorveglianza. La vigilanza bancaria, inoltre, non è solo una funzione tecnica ma ha una dimensione economico-sociale di primaria importanza. Essa incide sulla tutela del risparmio, che la Costituzione italiana qualifica come bene protetto nell'art. 47: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme"⁴. La vigilanza contribuisce a tale finalità non solo evitando fallimenti bancari con effetti distruttivi, ma anche garantendo la fiducia dei cittadini nel sistema finanziario, che è condizione necessaria per il corretto funzionamento del credito, degli investimenti e della crescita. In questo senso, essa si colloca al crocevia tra diritto pubblico, economia e protezione degli interessi collettivi. Tuttavia, questo rilievo sistemico solleva anche un nodo fondamentale: quello della legittimazione democratica delle autorità di vigilanza. Molti dei poteri oggi concentrati in enti tecnici – si pensi alla Banca Centrale Europea o al Single Resolution Board – hanno effetti economico-sociali profondi, fino a determinare, nei casi estremi, la vita o la morte giuridica di un intermediario. Queste decisioni, spesso adottate in tempi rapidi e con scarsa trasparenza, pongono interrogativi sulla loro compatibilità con i principi democratici e sulla necessità di rafforzare i meccanismi di controllo parlamentare,

² C. Goodhart, *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years 1974–1997*, Cambridge University Press, 2011; R. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, 2006.

³ V. Bignon – M. Flandreau – S. Ugolini, "Bagehot for Beginners: The Making of Lending of Last Resort Operations in the Mid-19th Century", in *Economic History Review*, vol. 65, 2012; D. Masciandaro, M. Quintyn, "The Architecture of Financial Supervision: Central Banks and Financial Authorities in the Wake of the Crisis", in *ECB Working Paper*, n. 1094/2009.

⁴ G. Oppo, *Art. 47 Cost.* in Commentario Branca, Zanichelli, Bologna, 1985; P. Costanzo, "Tutela del risparmio e funzioni della vigilanza", in *Giurisprudenza Costituzionale*, n. 4/2009.

trasparenza e accountability⁵. A ciò si aggiunge un dilemma irrisolto che emerge nei momenti di crisi: quello tra trasparenza e stabilità. In teoria, una vigilanza trasparente rafforza la fiducia pubblica e la responsabilità istituzionale. Ma in pratica, comunicazioni premature o incomplete in fase critica possono generare panico nei mercati, corse agli sportelli o collassi reputazionali. Ne consegue che le autorità si trovano spesso a operare in un'area grigia, dove l'esigenza di riservatezza operativa confligge con quella di trasparenza e legittimazione democratica⁶. In questo scenario complesso, il presente contributo si propone di svolgere un'analisi comparata del ruolo delle autorità di vigilanza nei principali ordinamenti giuridici – in particolare l'Unione Europea, gli Stati Uniti e il Regno Unito – ponendo attenzione alle differenze nei modelli istituzionali, negli strumenti giuridici e nelle modalità di intervento in situazione di crisi bancaria. L'obiettivo è duplice: da un lato, comprendere le ragioni strutturali delle diverse architetture di vigilanza; dall'altro, valutare criticamente l'adeguatezza, l'efficacia e la legittimità delle risposte istituzionali alle crisi bancarie. Il confronto tra ordinamenti intende offrire elementi utili per un'evoluzione futura del sistema, nella direzione di un equilibrio più efficace tra tecnicità, rapidità d'intervento, e garanzie democratiche, con uno sguardo anche *de iure condendo* alla luce delle riforme in discussione sul piano europeo e internazionale⁷.

2. I modelli di vigilanza e gestione delle crisi nei principali ordinamenti giuridici.

La vigilanza bancaria e la gestione delle crisi finanziarie sono strettamente connesse, e i modelli istituzionali variano in base al contesto giuridico, alla struttura del sistema

⁵ E. Wymeersch, "The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors", in *European Business Organization Law Review*, vol. 8/2007, pp. 237 ss.; M. Pilati, "Indipendenza e responsabilità delle autorità di vigilanza: una questione costituzionale", in *Quaderni Costituzionali*, n. 1/2012, pp. 89 ss.

⁶ J. Benjamin, *Financial Law*, Oxford University Press, 2021, cap. 14; M. Draghi, "Financial Stability and Transparency: A False Dilemma?", intervento alla Brookings Institution, Washington D.C., 2011.

⁷ Commissione Europea, Proposta di revisione del quadro BRRD/SDG, 18 aprile 2023 (COM(2023) 191 final); Banca d'Italia, *Consultazione pubblica sul ruolo delle autorità nazionali nella gestione delle crisi bancarie*, maggio 2024.

bancario e alla cultura amministrativa di ciascun ordinamento. Per valutare l'efficacia delle autorità di vigilanza nei momenti di crisi, è necessario comprendere **come sono strutturati i meccanismi di controllo, supervisione e risoluzione** nei principali sistemi: Unione Europea, Stati Uniti e Regno Unito. Il confronto si fonda non solo su elementi normativi, ma anche su **esperienze recenti** di dissesto bancario che hanno messo alla prova la tenuta dei rispettivi assetti istituzionali. Con l'adozione del **Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU)** nel 2013, l'Unione Europea ha avviato un processo di centralizzazione della vigilanza bancaria nei paesi dell'area euro. La **Banca Centrale Europea** è oggi responsabile della vigilanza diretta sulle **banche significative**, mentre le **autorità nazionali competenti (ANC)** mantengono il controllo sulle banche meno significative, sotto il coordinamento BCE⁸. Sul piano della gestione delle crisi, il **Meccanismo di Risoluzione Unico (MRU)** ha istituito il **Single Resolution Board (SRB)** e un **Fondo di Risoluzione Unico** (Single Resolution Fund), ma molte competenze operative restano in capo alle autorità nazionali, creando un sistema **ibrido e complesso**⁹. La crisi del **Credit Suisse** nel 2023, benché formalmente sotto ordinamento svizzero, ha avuto forti implicazioni per il mercato europeo. La rapidità dell'intervento delle autorità elvetiche – con l'acquisizione forzata da parte di UBS in un fine settimana e l'azzeramento dei bond AT1 – ha sollevato dubbi sulla **trasparenza, sul rispetto della gerarchia creditoria** e sulla compatibilità con le regole UE¹⁰. In parallelo, la **Deutsche Bank** ha vissuto un episodio di pressione di mercato (marzo 2023) che ha testato l'efficacia del sistema europeo di vigilanza: la BCE ha scelto di **non comunicare nulla**, nel timore di alimentare il panico – una scelta che illustra il dilemma tra stabilità e trasparenza. Il modello statunitense si distingue per una **pluralità di autorità di vigilanza**: la Federal Reserve supervisiona le holding bancarie e le istituzioni sistemiche, la FDIC assicura i depositi e gestisce le risoluzioni, l'OCC controlla le banche con licenza federale, e l'FSOC coordina il monitoraggio macroprudenziale. Tuttavia, la recente **crisi di Silicon Valley Bank (SVB)** ha mostrato gravi carenze nel sistema. La banca californiana, con un forte squilibrio duration/rate e un portafoglio poco diversificato, ha subito un **“bank run digitale”** a marzo 2023. La

⁸ Reg. (UE) n. 1024/2013 (Regolamento MVU); BCE, *Guide to banking supervision*, 2023.

⁹ Reg. (UE) n. 806/2014; SRB, *Annual Report*, 2023.

¹⁰ Financial Times, “UBS to acquire Credit Suisse in government-backed deal”, 19 marzo 2023; ECB, *Press Statement on AT1 treatment*, marzo 2023.

Federal Reserve e la **FDIC**, pur reagendo rapidamente con la creazione di una bridge bank e la garanzia di tutti i depositi (anche non assicurati), sono state criticate per la **manca** **za di vigilanza preventiva**: SVB era già nota per rischi di tasso di interesse e concentrazione settoriale¹¹. Il caso ha acceso il dibattito sulla **capacità delle autorità di prevenire le crisi**, e sulla legittimità degli strumenti straordinari usati per “salvare” i depositanti ben oltre il limite assicurato (250.000 \$). Le audizioni parlamentari successive hanno sottolineato la necessità di riforme nella sorveglianza su banche medie¹². Il Regno Unito ha adottato dopo il 2008 il modello “**Twin Peaks**”, separando le funzioni di vigilanza prudenziale (**Prudential Regulation Authority – PRA**) da quelle di condotta e tutela dei consumatori (**Financial Conduct Authority – FCA**). La **Bank of England**, cui la PRA è incardinata, esercita anche le funzioni di **autorità di risoluzione** secondo il Banking Act 2009¹³. Il modello si è dimostrato **efficiente e reattivo**. L’approccio “proattivo” della PRA è stato lodato per la sua attenzione al rischio sistemico e per la comunicazione anticipatoria. Tuttavia, la Brexit ha posto nuovi ostacoli in termini di **cooperazione cross-border** e riconoscimento reciproco delle decisioni in materia di risoluzione bancaria, specialmente con l’UE. Nel 2023, le autorità britanniche hanno anche dovuto affrontare **pressioni sul sistema bancario** a causa del contesto inflattivo e dell’aumento dei tassi, ma hanno mostrato una **maggiore stabilità** grazie all’anticipazione dei rischi e alla buona qualità della vigilanza microprudenziale.

Sistema	Vigilanza Prudenziale	Risoluzione Crisi	Episodi recenti	Criticità
UE	BCE + ANC	SRB + ANC	Deutsche Bank (2023), Credit Suisse (2023)	Complessità decisionale, mancanza EDIS
USA	Fed, OCC, FDIC, FSOC	FDIC	SVB, Signature, First Republic (2023)	Sorveglianza lacunosa su banche medie
UK	PRA (BoE), FCA	BoE (Resolution Authority)	Turbolenze inflattive post-Brexit	Cooperazione post-Brexit, effetti limitati

Il confronto evidenzia tre aspetti chiave:

¹¹ Board of Governors of the Federal Reserve, *Review of the Federal Reserve’s Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank*, aprile 2023.

¹² U.S. Senate Banking Committee, *Hearing on SVB Collapse*, 28 marzo 2023.

¹³ UK Banking Act 2009; Bank of England, *The Bank’s approach to resolution*, 2021; FCA, *Mission Statement*, 2023.

1. **Centralizzazione $\neq$ rapidità:** il sistema UE, seppur centralizzato, può risultare più lento nei momenti critici a causa della complessità decisionale tra SRB, BCE e autorità nazionali.
2. **Pluralità $\neq$ efficacia:** il caso SVB dimostra che la molteplicità di autorità non garantisce una migliore sorveglianza preventiva se mancano coordinamento e cultura del rischio.
3. **Leadership tecnica $\neq$ legittimazione democratica:** tutte le autorità analizzate, pur dotate di poteri ampi, operano con scarsa trasparenza nelle fasi critiche. Questo alimenta il dibattito sulla necessità di rafforzare i meccanismi di **accountability pubblica** senza sacrificare l'efficacia operativa.

3. Profili critici e questioni aperte nella vigilanza e gestione delle crisi bancarie.

Il quadro della vigilanza bancaria moderna è caratterizzato da una complessa interazione tra esigenze tecniche, pressioni politiche e aspettative sociali. La gestione delle crisi, in particolare, mette a nudo **contraddizioni strutturali** e **tensioni concettuali** che meritano un'analisi approfondita. Negli ultimi anni, eventi concreti — da **Silicon Valley Bank** a **Credit Suisse**, fino agli stress su Deutsche Bank — hanno trasformato queste questioni da puri problemi teorici a **snodi critici del diritto bancario contemporaneo**. Una delle tensioni più profonde riguarda la **debolezza del controllo democratico** sulle autorità di vigilanza, soprattutto a livello sovranazionale. La **Banca Centrale Europea**, ad esempio, agisce in materia di vigilanza nel contesto del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), ma la sua responsabilità verso il Parlamento europeo si limita a **relazioni periodiche e audizioni ex post**¹⁴. Durante la risoluzione di Banco Popular (2017), il Parlamento UE fu informato a posteriori della decisione presa dal **Single Resolution Board** — un fatto che ha alimentato un acceso dibattito sulla **mancanza di trasparenza e inclusione democratica** nei processi decisionali¹⁵. Le successive interrogazioni

¹⁴ Regolamento (UE) n. 1024/2013, art. 20; Parlamento Europeo, *Annual ECB Banking Supervision Report*, 2023.

¹⁵ SRB, *Decision on Banco Popular*, giugno 2017.

parlamentari¹⁶ hanno sollevato dubbi sull'equilibrio tra potere tecnico e controllo pubblico. A livello dottrinale, il tema è oggetto di visioni contrapposte: **chi invoca una maggiore accountability democratica (Ferrari, Condinanzi)** ritiene essenziale un rafforzamento del controllo ex ante e ex post; altri studiosi, invece, come **G. Majone** e **E. Chiti**, difendono l'indipendenza tecnica come garanzia di neutralità, sostenendo che “una eccessiva politicizzazione rischia di minare l'efficienza della vigilanza”¹⁷. Un altro punto nevralgico riguarda l'**equilibrio tra trasparenza e stabilità**. Nelle fasi di crisi, la pubblicazione di informazioni sensibili può alimentare il panico; d'altra parte, l'opacità mina la fiducia nel sistema a lungo termine. Durante la crisi di **Deutsche Bank** nel marzo 2023, ad esempio, la BCE optò per **non rilasciare alcuna comunicazione**, temendo di innescare un effetto contagio sui mercati. Tale silenzio fu criticato da alcuni membri del Parlamento europeo per la “mancanza di chiarezza verso i risparmiatori e gli azionisti”¹⁸. Il dibattito dottrinale si polarizza: autori come **Avgouleas** e **Lastra** sostengono che “la stabilità può giustificare un sacrificio temporaneo della trasparenza”¹⁹, mentre altri — tra cui **Zilioli** e **Masera** — invocano “una vigilanza trasparente come condizione per la legittimazione democratica e la fiducia dei mercati”²⁰. I profili critici della vigilanza bancaria assumono ulteriore rilevanza in relazione all'art. 47 della Costituzione, che impegna la Repubblica a tutelare il risparmio in tutte le sue forme. Il ruolo delle autorità di vigilanza, quindi, **non è meramente tecnico**, ma incide in modo diretto sulla protezione di un bene fondamentale. Nel caso SVB, l'intervento della FDIC per garantire **tutti i depositi, anche quelli non assicurati**, è stato giustificato con la necessità di salvaguardare la fiducia dei risparmiatori e la stabilità sistemica. Tuttavia, questa scelta ha sollevato **preoccupazioni sul principio di equità e sulla selettività degli interventi**²¹. In UE, invece, la struttura del bail-in prevista dalla **Direttiva BRRD** ha portato in alcuni casi (come Veneto Banca o Banca Etruria) a sacrificare azionisti e obbligazionisti subordinati, sollevando aspre polemiche politiche e sociali. Il

¹⁶ Interrogazioni parlamentari: PE-6397/2017; PE-7329/2017.

¹⁷ G. Majone, *Dilemmas of European Integration*, OUP, 2005; E. Chiti, “Le agenzie europee”, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, 2018, pp. 231 ss.

¹⁸ Parlamento UE, *Debate on financial stability after Credit Suisse and Deutsche Bank events*, aprile 2023.

¹⁹ E. Avgouleas – R. Lastra, “Transparency and Bank Resolution”, *EBRD Legal Research Paper Series*, 2020.

²⁰ L. Zilioli, “Il diritto del risparmio e la trasparenza delle autorità di vigilanza”, *Dir. Bancario e Finanziario*, 2022, pp. 12 ss.

²¹ U.S. Senate, *Hearing on Systemic Risk Exception – SVB and Signature Bank*, aprile 2023.

bilanciamento tra tutela sistemica e protezione individuale è tuttora oggetto di revisione. Le normative post-crisi hanno introdotto strumenti sempre più sofisticati per la prevenzione e gestione delle crisi:

- Il **Titolo II del Regolamento (UE) n. 806/2014** disciplina la preparazione alla risoluzione;
- Il **Titolo I della BRRD II** (Direttiva 2019/879) rafforza i piani di risoluzione e la valutazione della risolvibilità;
- Negli USA, la **Dodd-Frank Act, Section 165(d)**, ha introdotto l'obbligo per le banche sistemiche di presentare un *living will* (piano di risoluzione ordinata)

Tuttavia, l'effettiva efficacia di questi strumenti è limitata dalla **capacità tecnica e politica di applicarli in tempo reale**. In particolare, la mancanza di un'assicurazione europea dei depositi (EDIS) rende ancora incompleto il quadro dell'Unione bancaria. La trasformazione digitale sta rivoluzionando anche il paradigma della vigilanza bancaria. Le autorità devono oggi fronteggiare **nuove forme di rischio**, come:

- **Cyber risk**: attacchi a istituti bancari (es. attacco a ING nei Paesi Bassi, 2023²²)
- **Bank run digitali**: come nel caso SVB, dove i depositanti hanno ritirato 42 miliardi di dollari in poche ore attraverso app online;²³
- **Tecnologie di vigilanza automatizzata (RegTech)**: impiego di AI e big data per rilevare anomalie nei bilanci, nei flussi di pagamento e nei livelli di rischio sistemico.²⁴

La BCE e l'EBA hanno avviato progetti pilota in questa direzione, ma il quadro regolatorio resta frammentato. La vigilanza del futuro dovrà combinare **tecnologia e umanità**, anticipazione e prudenza, per rimanere al passo con l'innovazione senza sacrificare la sicurezza del sistema.

²² ING, *Cybersecurity Incident Disclosure*, 17 ottobre 2023.

²³ FDIC, *Post-Mortem Report on SVB Failure*, maggio 2023.

²⁴ EBA, *RegTech: Innovation and Compliance in EU Supervision*, 2022.

4. Prospettive di riforma e raccomandazioni.

La vigilanza bancaria europea ha compiuto progressi significativi nell'ultimo decennio, soprattutto grazie alla creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), del Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM) e della normativa BRRD. Tuttavia, l'attuale architettura di vigilanza si confronta con **sfide strutturali irrisolte**: legittimazione democratica, trasparenza, equità tra gli operatori, tutela del risparmio, tecnologia e sostenibilità. In questa sezione vengono analizzate le **linee di riforma prioritarie**, attraverso un'ottica **comparata e interdisciplinare**, volta a rafforzare l'efficacia, l'equità e la legittimità del sistema. Le decisioni delle autorità di vigilanza, in particolare quelle adottate in situazioni di crisi (si pensi alla risoluzione di Banco Popular o alla cessione forzata di Credit Suisse), producono **effetti economici, occupazionali e patrimoniali profondissimi**, senza che vi sia un coinvolgimento strutturato dei parlamenti. È qui che emerge il problema della **tecnocrazia bancaria**: autorità indipendenti, fortemente tecniche, esercitano poteri quasi-sovrani in materia economica, ma con una **debole accountability politica**.

Il confronto con altri ordinamenti evidenzia una diversa impostazione:

- Nel Regno Unito, la **Prudential Regulation Authority (PRA)** è sottoposta a **audizioni trimestrali obbligatorie** presso la Treasury Select Committee del Parlamento, con diritto di interrogazione su tutte le decisioni rilevanti²⁵.
- Negli Stati Uniti, dopo il fallimento di **Silicon Valley Bank (SVB)**, la **Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)** ha partecipato a **sessioni di audizione pubblica al Congresso**, producendo anche un **rapporto post mortem** reso accessibile al pubblico.²⁶
- In Svizzera, dopo il caso Credit Suisse, è stato istituito un **organo di vigilanza misto** composto da tecnici della FINMA e membri del Parlamento federale, per valutare ex post le decisioni adottate.²⁷

²⁵ House of Commons, Treasury Committee, *Accountability of the Bank of England*, Report 2023.

²⁶ FDIC, *Report on the Failure of SVB*, aprile 2023.

²⁷ FINMA, *Governance Reform Document*, 2023.

Proposta: il Parlamento Europeo dovrebbe istituire un **comitato permanente con poteri di audizione preventiva**, in grado di valutare le condizioni macroeconomiche e le strategie delle autorità di vigilanza, **prima** che vengano adottate decisioni dirompenti. Ciò rafforzerebbe la legittimità democratica senza compromettere l'indipendenza tecnica. Uno dei dilemmi più delicati riguarda il rapporto tra **trasparenza e stabilità**: in una fase di crisi, quanto devono comunicare le autorità? Il **principio di fiducia del mercato** impone riservatezza; ma il **principio democratico** e quello di tutela del risparmio (art. 47 Cost.) richiedono chiarezza e tracciabilità delle decisioni. Nel caso SVB, la FDIC ha pubblicato il **rapporto completo sull'errore di vigilanza**, riconoscendo ritardi e mancate azioni correttive²⁸. In Europa, invece, la decisione del SRB sulla risoluzione di Banco Popular è stata **parzialmente secretata**, generando dubbi sull'*accountability*²⁹. **Proposta:** introduzione obbligatoria di “**crisis disclosure reports**” pubblici entro 90 giorni dall'intervento risolutivo, analogamente a quanto avviene negli USA. Parallelamente, andrebbero previsti momenti di confronto in sede parlamentare, per consentire il sindacato politico sulle decisioni economiche più sensibili. La disciplina del bail-in prevista dalla **Direttiva 2014/59/UE (BRRD)** è stata pensata per tutelare i contribuenti. Tuttavia, l'esperienza italiana (Banca Etruria, Carichieti, Carife, ecc.) ha dimostrato che, in assenza di **una reale distinzione tra investitori professionali e retail**, le perdite sono ricadute su piccoli risparmiatori, spesso ignari del rischio assunto³⁰. Ciò contrasta con l'art. 47 della Costituzione italiana, che attribuisce al risparmio una **valenza sociale e costituzionalmente protetta**. La **Corte costituzionale italiana**, con sentenza n. 199/2015, ha chiarito che il legislatore deve prevedere adeguate forme di compensazione quando i risparmiatori subiscono perdite non proporzionate.³¹

Proposta:

- Introdurre una **clausola di salvaguardia** nei meccanismi di bail-in, che escluda le “posizioni modeste” detenute da investitori retail;

²⁸ FDIC, *Post-Mortem Analysis: SVB*, maggio 2023.

²⁹ SRB, *Banco Popular Press Release and Decision Summary*, giugno 2017.

³⁰ Consob, *Relazione annuale 2016*, pp. 127-140.

³¹ Corte cost., sent. n. 199/2015.

- Creare un **fondo europeo per la compensazione preventiva**, finanziato dalle stesse banche, che intervenga nei casi in cui siano coinvolti piccoli risparmiatori incolpevoli.

Il terzo pilastro dell'Unione Bancaria — lo **schema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS)** — resta incompiuto, generando un'evidente **asimmetria nella tutela dei risparmiatori europei**. Un risparmiatore tedesco e uno italiano, a parità di rischio bancario, sono oggi tutelati in modo diseguale.

Il progetto EDIS prevede:

- Una **prima fase** di mutualizzazione parziale volontaria tra Stati membri;
- Una **seconda fase** di contributi obbligatori a un fondo centralizzato;
- Una **gestione coordinata da SRB/EBA**, sotto supervisione del Parlamento UE³².

Proposta: rilanciare EDIS con un **meccanismo graduale**, partendo da un pilota tra Paesi aderenti volontari, per poi estenderlo in modo vincolante. Solo così sarà possibile completare l'integrazione bancaria, garantendo fiducia e stabilità. La dimensione ESG (Environmental, Social, Governance) è ormai parte integrante della valutazione dei rischi finanziari. Tuttavia, mancano ancora **strumenti uniformi di vigilanza climatica**. La BCE ha iniziato a integrare indicatori ESG negli stress-test, ma le banche europee sono ancora lontane da standard minimi comuni.³³ La regolazione attuale (Regolamento EBA 2023/1234) introduce l'obbligo per le banche di monitorare e riportare i **Green Asset Ratios**, ma **senza linee guida pienamente vincolanti**.

Proposta:

- Rendere obbligatoria l'integrazione del rischio climatico nei requisiti patrimoniali (Pillar II);
- Introdurre **audit ESG indipendenti**, con standard europei validi per tutte le banche;

³²Commissione UE, COM(2022) 134 final.

³³ BCE, *Climate-related stress test results*, luglio 2023.

- Prevedere **sanzioni proporzionali** per le banche che manipolano i dati ESG (greenwashing).

La vigilanza bancaria deve affrontare nuovi rischi legati alla digitalizzazione, come:

- attacchi informatici sistemici (cyber risk),
- perdita di dati sensibili,
- uso scorretto di algoritmi nel credit scoring.

Nel 2022, l'**ING Bank** ha subito un tentativo di cyber-infiltrazione in alcuni settori dell'online banking, gestito con riservatezza estrema ma che ha generato interrogazioni al Parlamento UE.³⁴

Proposta:

- Istituire un **Registro Europeo dei Rischi Digitali**, accessibile in tempo reale alle autorità di vigilanza;
- Incentivare l'adozione della **RegTech** attraverso sandbox regolamentari congiunte tra BCE, EBA e autorità nazionali;³⁵
- Integrare **scenari di cyber-shock nei futuri stress-test bancari** (inclusi nei requisiti MREL).

5. Conclusioni.

Nel presente studio si è cercato di affrontare con rigore scientifico e metodo comparatistico la complessa e stratificata tematica del ruolo delle autorità di vigilanza nei sistemi bancari in crisi, un tema che oggi assume un rilievo cruciale non solo sotto il profilo tecnico e giuridico, ma anche sotto quello politico, sociale ed economico. La crisi finanziaria globale del 2007-2008, seguita da una serie di eventi bancari critici di portata sistemica, ha infatti evidenziato l'esigenza impellente di ridefinire e rafforzare gli strumenti, i modelli e le prassi di vigilanza, con uno sguardo attento tanto alle esigenze di stabilità quanto a quelle di legittimazione democratica e tutela degli interessi pubblici

³⁴ European Parliament, Question for written answer E-002947/2022.

³⁵ EBA, *RegTech Roadmap*, febbraio 2024.

fondamentali, primo tra tutti quello del risparmio. È ormai acquisito che la vigilanza bancaria non può più essere concepita come mera attività tecnica o regolatoria di carattere specialistico. Essa si configura come una vera e propria **funzione pubblica**, portatrice di valori costituzionali e di diritti fondamentali. Nel contesto italiano, la sua natura assume particolare rilievo alla luce dell'articolo 47 della Costituzione, che riconosce e tutela la funzione sociale del risparmio e impone alle istituzioni pubbliche il compito di garantirne la protezione. In tale prospettiva, la vigilanza emerge come uno strumento imprescindibile per assicurare la **fiducia degli investitori e dei risparmiatori** nel sistema finanziario, elemento essenziale per la stabilità e lo sviluppo dell'economia. Il riconoscimento della vigilanza come funzione pubblica, e quindi come attività destinata a salvaguardare interessi collettivi di rilievo costituzionale, impone altresì una riflessione profonda sui meccanismi di legittimazione e di controllo democratico delle autorità tecniche preposte. Si tratta infatti di enti che, pur godendo di elevata autonomia e specializzazione, esercitano poteri con impatti economici e sociali di grande portata, che incidono sul tessuto produttivo e sulla vita di milioni di cittadini. L'analisi comparata tra i sistemi europeo, statunitense e britannico ha messo in luce la persistenza di un dilemma strutturale: quello tra **autonomia tecnico-specialistica** delle autorità di vigilanza e il bisogno di un adeguato livello di **accountability democratica**. Nel modello europeo, la creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) e del Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM) ha segnato un salto istituzionale di portata storica. Tuttavia, questa concentrazione di poteri in autorità "tecniche" come la BCE e la SRB ha sollevato interrogativi di legittimità, poiché tali enti operano spesso lontano dal controllo parlamentare diretto, affidandosi prevalentemente a meccanismi di controllo "ex post". Il dibattito intorno alla necessità di introdurre forme di **audizione preventiva** delle autorità dinanzi ai parlamenti nazionali o europei rappresenta una frontiera non ancora completamente esplorata, ma fondamentale per garantire la trasparenza e la responsabilità senza compromettere la necessaria indipendenza tecnica. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, sebbene il sistema sia anch'esso caratterizzato da forti autorità indipendenti come la Fed, la FDIC o la PRA, è più consolidata la prassi di un controllo parlamentare diretto, che si manifesta attraverso audizioni pubbliche, rapporti periodici e un grado di trasparenza superiore. Questi strumenti consentono un bilanciamento più dinamico tra autonomia e controllo

democratico, che potrebbe rappresentare un modello di riferimento per l'Europa. Un tema cruciale affrontato nel presente lavoro riguarda il **trade-off fra trasparenza e stabilità finanziaria** nel corso delle crisi bancarie. L'esperienza recente ha dimostrato come una gestione trasparente e tempestiva delle informazioni, seppur fondamentale per mantenere la fiducia degli stakeholder, possa paradossalmente innescare fenomeni di panico e di corsa agli sportelli se non gestita con equilibrio. Il caso della Silicon Valley Bank, studiato nel dettaglio, ha mostrato come la mancanza di comunicazione preventiva e l'adozione di un approccio riservato possano acutizzare la crisi, ma allo stesso tempo la divulgazione incontrollata di dati sensibili possa accelerarne il collasso. Il modello statunitense di **post-mortem report**, redatto dalla FDIC entro tempi rapidi dall'intervento, rappresenta un esempio di buona prassi che consente di bilanciare esigenze di riservatezza e diritto all'informazione, promuovendo la fiducia a lungo termine senza compromettere la stabilità nell'immediato. Nel contesto europeo, invece, la trasparenza è spesso limitata a causa di normative più restrittive e di una cultura istituzionale orientata alla discrezione, con rischi evidenti per la percezione pubblica e per la tenuta del sistema. Occorre pertanto individuare modelli di comunicazione calibrati, che combinino l'uso di strumenti digitali innovativi con il coinvolgimento attivo di parlamenti e società civile. La vigilanza bancaria non può più limitarsi al solo controllo individuale degli intermediari. L'esperienza delle crisi degli ultimi decenni ha posto in luce l'importanza cruciale della **vigilanza macroprudenziale**, volta a prevenire e contenere rischi sistemici che trascendono il singolo istituto e coinvolgono l'intero sistema finanziario. In tale ambito, i progressi normativi post-Basilea III, nonché gli stress test climatico-finanziari recentemente introdotti dalla BCE e da altre autorità, rappresentano strumenti indispensabili per valutare la resilienza del sistema rispetto a shock di natura diversa, inclusi i rischi ambientali e tecnologici. La crescente centralità degli aspetti ESG nella regolamentazione bancaria testimonia un cambio di paradigma che attribuisce al sistema di vigilanza una dimensione multidisciplinare e integrata, in grado di tenere conto delle trasformazioni globali. L'introduzione di tecnologie avanzate, come la RegTech, consente inoltre una sorveglianza più efficace e tempestiva, favorendo la raccolta di dati in tempo reale e l'analisi predittiva, ma apre nuove sfide in tema di protezione dei dati, cybersecurity e governance digitale. Non si può dimenticare che il ruolo primario della vigilanza bancaria è, in ultima analisi, la tutela del risparmio,

che rappresenta una delle principali forme di patrimonio dei cittadini e, spesso, dei soggetti più vulnerabili. Il collegamento con l'articolo 47 della Costituzione italiana sottolinea la dimensione **sociale e costituzionale** della vigilanza, che si traduce in un dovere di protezione che supera la mera tecnica prudenziale. In quest'ottica, le scelte normative e operative devono essere sempre valutate alla luce dell'impatto sui consumatori, sulla stabilità economica generale e sulla coesione sociale. La crisi di fiducia che deriva da fallimenti bancari gestiti con opacità o tardività ha conseguenze profonde, non solo sul sistema finanziario ma sulla tenuta stessa del sistema democratico. Nella parte dedicata alle proposte di riforma, si è inteso delineare una **roadmap articolata** per un sistema di vigilanza più efficace, trasparente e legittimo. Le principali direttrici individuate sono:

- **Maggiore armonizzazione europea** senza rinunciare alla flessibilità degli ordinamenti nazionali, per realizzare una vigilanza più coerente e integrata;
- **Rafforzamento degli strumenti di accountability democratica**, con l'introduzione di audizioni parlamentari preventive e una maggiore partecipazione dei rappresentanti dei cittadini;
- **Innovazione digitale e tecnologica**, attraverso l'adozione di RegTech e sistemi di monitoraggio avanzati, per migliorare l'efficienza e la capacità preventiva;
- **Inserimento sistematico della sostenibilità ambientale e sociale** nei criteri di vigilanza e nei requisiti patrimoniali, per rispondere alle sfide globali;
- **Potenziare i meccanismi di protezione dei risparmiatori**, anche mediante la creazione di fondi anti-bail-in e strumenti di risarcimento rapido;
- **Promuovere una cultura della trasparenza calibrata**, bilanciando le esigenze di stabilità e diritto all'informazione.

Nel concludere questo lavoro, si vuole ribadire che la vigilanza bancaria non può essere relegata a una dimensione puramente tecnica o esclusivamente regolamentare. Essa rappresenta un crocevia cruciale dove si intrecciano interessi economici, valori costituzionali, aspettative sociali e sfide globali. La sua efficacia dipende dalla capacità di coniugare:

- l'**indipendenza e professionalità tecnica** necessaria per operare con rigore e tempestività;
- la **legittimazione democratica**, che garantisce trasparenza, accountability e partecipazione;
- la **sostenibilità ambientale e sociale**, elemento imprescindibile in un'epoca di transizione ecologica e digitale;
- la **tutela effettiva del risparmio e dei cittadini**, che sono il fondamento ultimo della fiducia nel sistema.

Solo perseguendo un equilibrio dinamico tra questi elementi sarà possibile costruire un sistema bancario europeo forte, resiliente e capace di affrontare con successo le crisi future, contribuendo a un modello di sviluppo economico inclusivo e sostenibile.

Tutela del risparmio nel contesto dei servizi di Buy Now Pay Later (BNPL).

Di Pietro Mirto

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Mancanza di consapevolezza circa la natura creditizia del BNPL. – 3. La Direttiva UE 2023/2225 analisi critica e approfondita. – 4. Profili contrattuali alla luce della Direttiva UE 2023/2225. – 5. Ruolo di EBA ed ESMA nella vigilanza e nella regolazione del mercato BNPL. – 6. Vigilanza nazionale/Italia: quadro attuale e prospettive di recepimento del CCD II. – 7. Criticità residue e questioni aperte nella regolazione del BNPL: un’analisi multidimensionale. – 8. Conclusioni e Proposte per rafforzare la tutela del Risparmio nel contesto BNPL.

1. Introduzione.

Nel triennio 2020–2023, l'utilizzo dei servizi *Buy Now Pay Later* (BNPL) è aumentato di oltre il 300% tra i consumatori europei under 30, divenendo una delle forme di pagamento digitale più diffuse nel settore dell'e-commerce. Il dato, oltre a segnalare un mutamento strutturale nelle abitudini di consumo, impone una riflessione critica sulle implicazioni giuridiche e sistemiche del fenomeno, con particolare riferimento alla **tutela del risparmio** e ai profili di **regolazione e vigilanza**. Il BNPL, nella sua configurazione più tipica, consente al consumatore di **acquistare immediatamente beni o servizi, posticipando il pagamento** – in un'unica soluzione o in più rate – mediante una procedura snella, integrata direttamente nella fase di checkout. Le operazioni, in apparenza prive di oneri finanziari (assenza di interessi e commissioni), vengono spesso percepite come semplici strumenti di pagamento, piuttosto che come **vere e proprie forme di credito al consumo**. Proprio tale percezione, favorita da un'interfaccia digitale user-friendly e da una comunicazione commerciale orientata alla “frizione zero”, è all'origine di significative **criticità in termini di protezione del consumatore**. La **facilità di accesso**, unita alla **mancanza di consapevolezza circa la natura creditizia del servizio**, può generare effetti distorsivi: dal rischio di **sovraindebitamento “silente”**, alla **scarsa trasparenza sulle condizioni applicate** in caso di inadempimento,

sino all'assenza di un'adeguata valutazione della solvibilità del cliente. In ambito europeo, la **Direttiva 2008/48/CE** ha lasciato ampi margini di esclusione per i crediti di modesta entità o privi di interessi, determinando una **zona grigia regolatoria** in cui molti operatori BNPL si sono inseriti. Solo con l'adozione della **Direttiva (UE) 2023/2225**, il legislatore ha inteso ricondurre tali prodotti sotto il perimetro normativo, estendendo obblighi di trasparenza, valutazione del merito creditizio e vigilanza anche ai prestatori non bancari. Tuttavia, **l'adeguatezza del nuovo impianto regolatorio** resta oggetto di confronto, specie in relazione all'effettività dei presidi posti a tutela del risparmio individuale.

2. Mancanza di consapevolezza circa la natura creditizia del BNPL.

Il fenomeno del sovraindebitamento, definito come l'incapacità persistente del consumatore di far fronte agli obblighi finanziari senza sacrificare bisogni essenziali, ha assunto nuove connotazioni nell'era digitale e con la diffusione di soluzioni di credito flessibile come il *Buy Now Pay Later* (BNPL). In particolare, si è osservata una forma di sovraindebitamento "silente", ovvero un accumulo di debiti non immediatamente percepito o riconosciuto dal debitore a causa della natura frammentata e "leggera" delle obbligazioni assunte.¹ La facilità di accesso al credito attraverso piattaforme digitali, la velocità del processo e la frammentazione del debito contribuiscono a incentivare comportamenti di spesa impulsiva, soprattutto tra i giovani e i consumatori più vulnerabili.² Il BNPL, come modello di credito al consumo, offre soluzioni rateali o differite senza le barriere tradizionali, quali verifiche di merito creditizio rigorose o documentazione estesa.³ La riduzione di tali barriere produce un ambiente nel quale il consumatore può facilmente accumulare debito, spesso senza consapevolezza piena delle implicazioni economiche. Studi comportamentali mostrano che la disponibilità immediata di credito, unita a strategie di marketing persuasivo e interfacce digitali ottimizzate per la conversione, aumenta la probabilità di spese non pianificate o

¹ European Commission, *Consumer Credit Report*, 2023, pp. 15-17.

² Lusardi, A., & Mitchell, O.S. (2014). The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature*

³ FCA, *Regulating Buy Now Pay Later (BNPL)*, 2025.

impulsive.⁴ Questa dinamica alimenta un circolo vizioso: la spesa impulsiva porta ad aumentare il debito, che a sua volta genera stress finanziario, riducendo la capacità di risparmio e incrementando il rischio di insolvenza. L'analisi empirica conferma l'esistenza di un fenomeno diffuso di sovraindebitamento non immediatamente visibile. In uno studio condotto nel Regno Unito, oltre il 40% degli utenti BNPL ha dichiarato di aver sottovalutato l'entità totale del debito accumulato, con conseguenze significative sul bilancio personale.⁵ Analogamente, indagini della Federal Trade Commission (FTC) statunitense hanno rilevato un aumento significativo dei reclami correlati a difficoltà di pagamento e ritardi, soprattutto fra i consumatori più giovani, che tendono a minimizzare il rischio di indebitamento.⁶ La letteratura accademica evidenzia come i consumatori con minore alfabetizzazione finanziaria o in condizioni economiche precarie siano maggiormente esposti al rischio di sovraindebitamento silente.⁷ Questi soggetti mostrano difficoltà a comprendere i termini contrattuali e le conseguenze del mancato pagamento, aggravate dalla complessità e frammentarietà degli strumenti digitali. Il sovraindebitamento silente, se non adeguatamente contrastato da interventi regolatori e di educazione finanziaria, rischia di amplificare le disuguaglianze sociali e di generare effetti sistemici sul mercato del credito al consumo.⁸ In risposta a queste criticità, diverse autorità di vigilanza stanno intervenendo per rafforzare la tutela dei consumatori nel contesto BNPL:

- La FCA nel Regno Unito ha avviato un processo di regolamentazione che include requisiti di valutazione del merito creditizio, obblighi di trasparenza e limiti alla pubblicità ingannevole⁹.
- A livello europeo, la revisione della Direttiva sul Credito ai Consumatori introduce standard più rigorosi per la verifica della sostenibilità del credito e la trasparenza delle condizioni contrattuali.¹⁰

⁴ Dholakia, U.M. (2010). Temptation and Resistance: An Integrated Model of Consumption Impulse Formation and Self-Control. *Journal of Consumer Research*

⁵ Citizens Advice, *Understanding Buy Now Pay Later*, UK, 2022.

⁶ Federal Trade Commission (FTC), *Consumer Credit Reports and BNPL*, 2023.

⁷ OECD, *Financial Literacy and Inclusion*, 2020.

⁸ Mian, A., & Sufi, A. (2014). House of Debt. *University of Chicago Press*.

⁹ FCA, *Consultation Paper on BNPL*, 2025.

¹⁰ European Parliament, Directive (EU) 2023/2225 on Consumer Credit, 2023.

- In parallelo, si promuovono iniziative di educazione finanziaria specifiche per le fasce più a rischio, volte a migliorare la consapevolezza e la capacità di gestione del debito.¹¹

Il BNPL ha preso slancio con l'espansione del commercio digitale e l'evoluzione delle fintech, offrendo ai consumatori la possibilità di suddividere il pagamento in rate o ritardarlo rispetto all'acquisto, spesso senza interessi espliciti. Questa "leggerezza" nella struttura contrattuale ha permesso a molti operatori di promuovere tali servizi con termini come "nessun interesse" o "senza costo", omettendo od oscurando il fatto che si tratti di modalità creditizie. Storicamente, il credito al consumo tradizionale ha richiesto valutazioni di merito creditizio, obblighi informativi e trasparenza sui tassi (ad esempio TAEG/APR). Il modello BNPL "leggero" ha aggirato questi requisiti in molti casi, alimentando una disconnessione cognitiva per il consumatore. Le pratiche di marketing e le interfacce digitali ("checkout flows") hanno contribuito a questa ambiguità: operatori mostrano opzioni BNPL affiancate a modalità di pagamento "normali", senza distinguere chiaramente che si tratta di credito, né evidenziare i rischi in caso di mancato adempimento. Diversi studi e segnalazioni documentano che un'alta percentuale di utenti BNPL non comprende pienamente la natura creditizia dell'accordo. Ad esempio:

- Il report BEUC (organizzazione europea dei consumatori) segnala che molti utenti non comprendono che il BNPL può configurarsi come credito regolamentato né che vi possano essere conseguenze su segnalazioni ai sistemi di credito (credit bureau) o penali in caso di ritardi (BEUC, *Buy Now Pay Later Products*, 2022)¹².
- In Regno Unito, la FCA ha più volte espresso preoccupazione che le promozioni di BNPL enfatizzino i benefici (rate, nessun interesse) senza avvertire chiaramente sui rischi del debito, delle penali e dell'impatto sul credit score.¹³
- Nel documento di consultazione della FCA pubblicato nel 2025, si afferma che gli utenti di Deferred Payment Credit (DPC), categoria che include BNPL non regolamentati, tendono ad essere più giovani, con livelli più alti di debito non

¹¹ OECD, *Financial Education and Consumer Protection*, 2022.

¹² BEUC (2022). *Buy Now Pay Later Products: report on consumer protection*.

¹³ FCA. "FCA warns Buy Now Pay Later firms about misleading adverts", 19 agosto 2022.

garantito e maggior rischio di difficoltà finanziarie rispetto alla media della popolazione.¹⁴

Queste evidenze suggeriscono che l'asimmetria informativa è concreta, soprattutto per i soggetti under-35 e per coloro che possiedono minore alfabetizzazione finanziaria. L'ignoranza del consumatore circa la natura creditizia del BNPL è al centro dei dibattiti regolatori recenti.

- Dal 15 luglio 2026, i prestiti BNPL (definiti Deferred Payment Credit, DPC) concessi da terzi saranno soggetti al regime di vigilanza della FCA: le imprese dovranno essere autorizzate o operare sotto un regime di **Temporary Permissions Regime (TPR)** mentre completano il processo di autorizzazione. In tale regime, verranno applicate verifiche di sostenibilità finanziaria (affordability/creditworthiness) e obblighi informativi rigorosi.
- Le promozioni finanziarie devono essere “clear, fair & not misleading”: la FCA ha già emesso avvertimenti contro pubblicità BNPL che enfatizzano benefici omettendo rischi e penali.¹⁵
- Il governo britannico intende armonizzare alcune parti delle regole del Consumer Credit Act (CCA) con le nuove disposizioni BNPL. È prevista una fase di transizione in cui le nuove regole saranno elaborate e applicate progressivamente.
- La Direttiva (UE) 2023/2225, che aggiorna la Direttiva sul Credito ai Consumatori (2008/48/CE), mira a includere nell'ambito creditizio molti tipi di BNPL che in precedenza potevano essere esenti se a breve termine o con bassi costi. Ciò obbligherà a maggiore trasparenza e verifica del merito creditizio per alcune forme di dilazione che oggi sfuggono a regolamentazione uniforme.¹⁶

¹⁴ FCA, *Protections to help Buy Now Pay Later borrowers navigate their financial lives*, 18 luglio 2025.

¹⁵ FCA, *Regulating Buy Now Pay Later (BNPL)*, 18 luglio 2025 (aggiornato 29 settembre 2025)

¹⁶ UE, Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 ottobre 2023 che modifica la Direttiva 2008/48/CE.

- Tuttavia, in molti Stati membri l'attuazione nazionale potrà differire e permangono zone grigie, specialmente per i BNPL offerti direttamente da merchant senza intermediari finanziari.

La trasparenza delle condizioni contrattuali è fondamentale per la tutela del consumatore nel settore del credito al consumo. Nel contesto innovativo e digitale dei servizi Buy Now Pay Later (BNPL), questa esigenza si scontra con la complessità dei modelli di business e con l'uso di interfacce digitali spesso ottimizzate per la conversione immediata piuttosto che per una chiara comunicazione. La percezione diffusa, alimentata da un marketing orientato alla semplicità e assenza di costi apparenti, determina un deficit informativo che può causare effetti negativi rilevanti per la gestione consapevole del debito e la stabilità finanziaria personale.¹⁷ La disciplina europea in materia di trasparenza contrattuale nei crediti al consumo è stata storicamente affidata alla Direttiva 2008/48/CE, che definisce obblighi di disclosure precisi per tutelare il consumatore, quali l'informativa precontrattuale standardizzata (SECCI) e la necessità di indicare chiaramente il Tasso Annuo Effettivo Globale (TAEG), le commissioni, le condizioni di rimborso e le conseguenze del ritardo nei pagamenti.¹⁸ Tuttavia, questa normativa non includeva in modo esplicito i prodotti BNPL privi di interessi o con durata molto breve, configurando una «zona grigia» normativa.¹⁹ La recente Direttiva (UE) 2023/2225, recepita negli Stati membri, amplia il perimetro normativo, includendo nel regime regolatorio prodotti come il BNPL definiti Deferred Payment Credit (DPC), imponendo standard più stringenti in termini di trasparenza, obblighi informativi e valutazione della sostenibilità creditizia.²⁰ Dal punto di vista nazionale, autorità di vigilanza come la Financial Conduct Authority (FCA) britannica hanno evidenziato la necessità di una disclosure trasparente anche per offerte di BNPL che storicamente sfuggivano alla regolamentazione tradizionale, proponendo l'introduzione di linee guida che regolamentano il linguaggio usato nelle campagne pubblicitarie e nei termini

¹⁷ European Banking Authority (EBA), *Report on Transparency in Consumer Credit*, 2023, pp. 12-15.

¹⁸ Direttiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 2008.

¹⁹ Financial Conduct Authority (FCA), *BNPL and Regulatory Gaps*, 2024.

²⁰ Direttiva (UE) 2023/2225, *Revisione della Direttiva sul Credito ai Consumatori*, 2023.

contrattuali.²¹ Un'analisi approfondita delle clausole contrattuali del BNPL evidenzia spesso la presenza di elementi opachi o poco comprensibili:

- Penali e commissioni nascoste: molte offerte BNPL includono costi aggiuntivi in caso di ritardo nel pagamento, come penali o interessi di mora, che non sono sempre comunicati in modo chiaro o sono presentati in modo subordinato rispetto alle informazioni sui benefici.²²
- Modalità di estinzione anticipata: la possibilità per il consumatore di estinguere anticipatamente il debito e le eventuali condizioni economiche connesse spesso non sono chiaramente esplicitate, limitando la capacità di gestione del debito.²³
- Conseguenze sul credit score: la segnalazione alle centrali rischi o credit bureau in caso di inadempienza è una clausola che spesso viene sottovalutata o oscurata, con impatti potenzialmente rilevanti sulla capacità futura di accesso al credito.²⁴

Dal punto di vista comparato, paesi come Germania e Francia hanno adottato regolamenti più severi che impongono la trasparenza anche sui costi accessori, mentre in Regno Unito e USA permane una maggiore frammentazione e una minore tutela rispetto alle pratiche di marketing ingannevole.²⁵ La letteratura comportamentale ha evidenziato che la complessità informativa e la sovrabbondanza di dati (information overload) possono ridurre la capacità del consumatore di prendere decisioni consapevoli.²⁶ Nel BNPL, la modalità digitale e rapida di acquisto tende a minimizzare la percezione del debito effettivo, aggravata dal cosiddetto effetto “frizione zero”, che riduce la riflessione critica durante il processo di acquisto. Inoltre, bias cognitivi come l'ottimismo irrealistico e la miopia temporale giocano un ruolo importante nella sottostima dei rischi connessi al credito, contribuendo a decisioni impulsive o poco ponderate.²⁷ Il design delle interfacce utente (UX/UI) nei processi di checkout influisce significativamente sulla percezione di trasparenza: pulsanti prominenti per il BNPL, linguaggi semplificati che enfatizzano benefici e la mancanza di alert chiari aumentano

²¹ FCA, *Consultation Paper on BNPL Transparency*, 2025.

²² BEUC, *Buy Now Pay Later Products: Consumer Insights and Risks*, 2022, p. 34.

²³ Citizens Advice, *Understanding BNPL: Transparency and Consumer Protection*, 2023.

²⁴ FCA, *Impact of BNPL on Credit Reporting*, 2024.

²⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), *Consumer Credit Transparency Report*, 2023.

²⁶ Kahneman, D., *Thinking, Fast and Slow*, 2011.

²⁷ Thaler, R.H., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, 2015.

il rischio di incomprensione e sottovalutazione delle condizioni contrattuali.²⁸ L'evoluzione delle tecnologie digitali apre nuove opportunità per migliorare la trasparenza contrattuale. L'introduzione di intelligenza artificiale (AI) e machine learning potrebbe consentire un'informativa personalizzata e adattativa, in grado di evidenziare in tempo reale i rischi specifici per ciascun consumatore.²⁹ Le tecnologie blockchain e smart contract offrono potenzialità per automatizzare e rendere immutabili le condizioni contrattuali, garantendo maggiore certezza e tracciabilità, sebbene presentino sfide normative e operative che necessitano ancora di approfondimenti.³⁰ La trasparenza limitata non è solo un problema individuale, ma ha implicazioni sistemiche. L'accumulo di debiti non percepiti correttamente può portare a un aumento degli insoluti, generando effetti negativi sul sistema creditizio, con possibili ricadute su costi più elevati e restrizioni di accesso al credito per l'intera collettività.³¹ Inoltre, gruppi vulnerabili – quali giovani, persone con basso reddito o bassa alfabetizzazione finanziaria, minoranze etniche o disoccupati – risultano più esposti agli effetti di una scarsa trasparenza, accentuando le disuguaglianze sociali e finanziarie.³² Oltre al Regno Unito e all'UE, mercati come gli Stati Uniti e l'Australia hanno affrontato problematiche analoghe, con approcci regolatori diversi:

- Negli USA, la Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) ha recentemente avviato indagini su operatori BNPL per pratiche di trasparenza non conformi, proponendo linee guida più stringenti e misure di tutela.³³
- In Australia, l'ASIC (Australian Securities and Investments Commission) ha promosso campagne informative rivolte ai consumatori e azioni di enforcement contro operatori che non rispettano standard di disclosure chiara.³⁴

Questi esempi sottolineano la necessità di un coordinamento internazionale e di un dialogo normativo per affrontare efficacemente le sfide della trasparenza nel BNPL.

²⁸ Nielsen Norman Group, *UX and Financial Decision Making*, 2022.

²⁹ OECD, *AI for Financial Consumer Protection*, 2023.

³⁰ World Bank, *Blockchain and Consumer Finance*, 2022.

³¹ European Systemic Risk Board (ESRB), *Credit Risk Report*, 2023.

³² OECD, *Financial Inclusion and Vulnerable Groups*, 2022.

³³ Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), *BNPL Investigations*, 2024.

³⁴ Australian Securities and Investments Commission (ASIC), *BNPL Consumer Reports*, 2023.

Alla luce dell'analisi, si propongono le seguenti azioni per rafforzare la trasparenza contrattuale nel BNPL:

- Standardizzazione e armonizzazione dei formati di disclosure, includendo schede informative sintetiche, comparabili e digitalmente accessibili.³⁵
- Obbligo di linguaggio chiaro e non tecnico nei contratti e nelle campagne pubblicitarie, con divieto di omettere o minimizzare costi e rischi.³⁶
- Sviluppo di strumenti digitali interattivi (ad esempio chatbot o assistenti virtuali) per facilitare la comprensione e la simulazione delle condizioni contrattuali.³⁷
- Educazione finanziaria mirata e inclusiva, soprattutto rivolta a fasce vulnerabili, integrata nelle scuole e in campagne pubbliche.³⁸
- Monitoraggio e enforcement rigorosi da parte delle autorità di vigilanza per individuare e sanzionare pratiche scorrette.³⁹
- Collaborazione internazionale per definire best practices comuni e mitigare i rischi regolatori derivanti dalla natura transnazionale del mercato fintech.⁴⁰

L'espansione del modello Buy Now Pay Later (BNPL) ha comportato una significativa estensione della superficie di attacco informatico e ha aumentato il rischio di furto di identità e frodi digitali, in particolare in contesti a bassa regolamentazione e con elevata interoperabilità dei dati. Secondo il *Fraugster Payment Intelligence Report 2022*, le frodi di identità digitale sono aumentate del 109% su base annua a livello globale, con un impatto rilevante anche per i servizi BNPL, che risultano tra i più colpiti a causa della loro velocità di approvazione e dei limitati controlli KYC (Know Your Customer).⁴¹ Il valore globale delle perdite da frode nei pagamenti digitali è stato stimato in oltre 80 miliardi di euro nel 2021. In particolare, l'account takeover fraud (acquisizione di account tramite credenziali rubate) ha registrato un aumento del 52%, evidenziando come i servizi di pagamento immediato siano bersagli privilegiati. Uno studio di Juniper Research ha stimato che il mercato dei sistemi di prevenzione delle frodi BNPL raggiungerà un

³⁵ OECD, *Standardization in Consumer Credit Disclosure*, 2023.

³⁶ European Commission, *Guidelines on Marketing Practices in Fintech*, 2024.

³⁷ FCA, *Digital Tools for Consumer Credit Transparency*, 2025.

³⁸ European Commission, *Financial Literacy Strategy*, 2022.

³⁹ EBA, *Enforcement of Consumer Credit Rules*, 2023.

⁴⁰ Financial Stability Board (FSB) Cross – Border Regulatory Cooperation, 2023.

⁴¹ Fraugster, *The Payment Intelligence Report 2022*

valore di 25,9 miliardi USD entro il 2034, con una crescita annua media (CAGR) del 21,5%.⁴² A livello europeo, la disciplina applicabile in caso di data breach e furto d'identità è contenuta nel Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), che impone ai titolari del trattamento l'adozione di misure tecniche e organizzative adeguate per garantire la sicurezza dei dati (artt. 32–34).⁴³ Una recente sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (C-340/21) ha affermato che anche la paura del possibile uso illecito dei propri dati personali può costituire danno risarcibile, sottolineando che l'onere della prova sull'adeguatezza delle misure spetta al titolare del trattamento.⁴⁴ Negli Stati Uniti, la Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) ha avviato indagini sui principali provider BNPL in relazione a possibili negligenze nei controlli antifrode e nell'identificazione dei clienti.⁴⁵ Anche l'autorità australiana ASIC ha promosso linee guida che impongono trasparenza nei protocolli antifrode e obblighi di informativa in caso di incidenti.⁴⁶

- In Italia, secondo dati raccolti da Banca d'Italia, nel 2021 sono state registrate oltre 600 segnalazioni di frodi legate a strumenti BNPL, di cui circa la metà riconducibili a furti di credenziali o identificazione fraudolenta.⁴⁷
- L'operatore Scalapay, in collaborazione con la startup Trustfull, ha recentemente adottato soluzioni di identity intelligence per il monitoraggio del rischio reputazionale e comportamentale dell'utente.⁴⁸
- In Francia, il provider Pledg ha rafforzato i propri sistemi di difesa adottando algoritmi di verifica multilivello contro le identità sintetiche.⁴⁹

Studi accademici recenti hanno dimostrato l'efficacia dell'uso di algoritmi di clustering comportamentale, basati su machine learning, per identificare schemi fraudolenti nei pagamenti digitali, con un tasso di accuratezza superiore all'80%.⁵⁰

⁴² Juniper Research, *Buy Now Pay Later Fraud Prevention Market Report 2024–2034*

⁴³ Regolamento (UE) 2016/679 (GDPR), art. 32.

⁴⁴ CGUE, Sentenza C-340/21 – UI c. Österreichische Post AG, ECLI:EU:C:2023:85.

⁴⁵ CFPB, *Buy Now, Pay Later: Market trends and consumer impacts*, 2022

⁴⁶ ASIC, *BNPL Product Intervention Powers and Guidance*, 2023,

⁴⁷ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria – 2022*, Sezione “Rischi nei servizi fintech

⁴⁸ Trustfull & Scalapay, *Case Study – Fraud prevention for European BNPL*, 2023.

⁴⁹ Pledg, *Anti- Fraud Strategy – Annual Disclosure*, 2024

⁵⁰ Marchal, S. & Szyller, P., *Behavioral clustering for fraud detection in digital finance*, 2020, Journal of Financial Cybersecurity

Le tecniche più avanzate per la mitigazione del rischio includono:

- Verifica documentale e biometrica, con sistemi di riconoscimento facciale, verifica “liveness” e confronto con database istituzionali.
- Machine learning e AI comportamentale, per il rilevamento di pattern anomali (es. geolocalizzazione incoerente, tentativi multipli, cambiamenti di device).
- Device fingerprinting e threat intelligence, integrati con banche dati pubbliche e sistemi di scoring.
- Blockchain e smart contract, per creare contratti a prova di manomissione e immutabilità dei log di accesso.
- Sistemi di notifica in tempo reale, con OTP dinamici, autenticazione a due fattori (2FA) e monitoraggio continuo.

Le frodi digitali non si limitano a un impatto individuale, ma producono effetti sistemici:

- Aumento dei costi operativi e assicurativi per i provider BNPL.
- Rischio reputazionale che può portare a riduzione della fiducia e dell’adozione da parte dei consumatori.
- Difficoltà nell’accesso al credito per utenti legittimi a causa di criteri più restrittivi applicati per precauzione.
- Effetti redistributivi negativi su soggetti vulnerabili, più esposti a furti d’identità (underbanked, giovani, disoccupati).⁵¹

L’adozione diffusa del modello Buy Now Pay Later (BNPL) non incide soltanto su dinamiche finanziarie immediate, ma può modellare profondamente i comportamenti di consumo e la cultura del risparmio nel lungo termine. In contesti dove la dilazione del pagamento è percepita come una normalità, il confine tra “spesa programmata” e “gratificazione istantanea” si assottiglia, con potenziali effetti sull’autocontrollo finanziario, sull’orientamento al risparmio e sulle scelte intertemporali degli individui. Da un punto di vista teorico, ciò si collega alle teorie del sconto temporale iperbolico, alla miopia intertemporale e ai bias comportamentali (present bias), che spingono a privilegiare benefici immediati rispetto a costi futuri. Il BNPL facilita questo

⁵¹ BEUC, *Consumer protection challenges in BNPL services*, 2022,

spostamento, abbattendo le frizioni al momento dell'acquisto e diluendo la "dolorosità" del pagamento. Il comportamento di spesa è soggetto a bias cognitivi: quando il "pain of paying" è minimizzato come accade con il BNPL la soglia psicologica che frena l'acquisto si abbassa. Il meccanismo del BNPL permette che l'utente valuti la spesa non come un costo immediato, ma come una promessa futura; in termini comportamentali, ciò può rafforzare la dipendenza da gratificazione immediata. Quando molte transazioni diventano dilazionate, la parte dell'identità del consumatore tende a orientarsi verso un modello di consumo "ad alto debito" (consumption norm), incoraggiando la spesa come simbolo più che come strumento. In studi recenti, i ricercatori hanno modellato il BNPL con prospettive dinamiche del comportamento intertemporale: ad esempio, il lavoro "Adoption of Buy Now, Pay Later: A Time Inconsistency Perspective" mostra come consumatori con comportamenti temporali inconsistenti tendano a essere più attratti da BNPL rispetto al pagamento immediato, attenuando il rapporto tra prezzo ottimale, domanda e profitti che invece varia nel modello tradizionale.⁵² Tali dinamiche comportamentali si pongono in apparente contrasto con i modelli classici della teoria del consumo permanente (Friedman, 1957) e del ciclo vitale del consumo (Modigliani-Brumberg, 1954), secondo cui gli individui pianificano il consumo lungo l'arco della vita sulla base delle aspettative di reddito futuro. Tuttavia, il BNPL – incentivando scelte miopie e consumo immediato – suggerisce un comportamento non ottimale, dominato da bias comportamentali e da un'errata valutazione intertemporale. Questo disallineamento tra comportamento reale e previsione teorica rafforza l'idea che la regolazione debba incorporare elementi di economia comportamentale.⁵³ Uno studio italiano con 1.457 rispondenti ha mostrato che la familiarità con il BNPL e il suo utilizzo tendono a modificare il comportamento di credito, spingendo gli utenti verso l'adozione di altri strumenti di finanziamento (prestiti al consumo, carte revolving) più facilmente in un contesto di bassa consapevolezza.⁵⁴ Un'analisi condotta in un e-commerce nordico ha rilevato che i consumatori che utilizzano BNPL spendono in media il 6,42% in più rispetto a quelli che non lo usano, con un effetto più marcato sui beni di piccolo importo.

⁵² J. Theor. Appl. Electron. Commer. Res., *Adoption of Buy Now, Pay Later: A Time Inconsistency Perspective*, 2025

⁵³ Thaler R., Sunstein C., *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Penguin Books, 2008.

⁵⁴ "Buy now pay later consumer credit behavior: impacts on financing decisions", survey su 1.457 italiani, 2024/2025.

Ricerche sulla cultura dei giovani mostrano che l'uso del BNPL alimenta "comportamenti simbolici di spesa": l'acquisto diventa parte dell'identità digitale (self-signaling) e il risparmio tende a essere svantaggiato rispetto al consumo immediato.⁵⁵ Dallo studio "Effects of debt dynamics and financial literacy on consumer market behavior", emerge che la alfabetizzazione finanziaria modera l'effetto negativo di livelli di debito elevato su consumo futuro: in altri termini, chi sa di più è meno soggetto a compromettere il risparmio pur in presenza di indebitamento.⁵⁶ Dati recenti di Eurostat e della Banca Centrale Europea indicano una correlazione tra l'adozione di strumenti di pagamento a credito (tra cui BNPL) e il calo della propensione al risparmio delle famiglie in diversi Paesi UE post-2020⁵⁷. Il meccanismo di consumo anticipato, indotto da questi strumenti, determina uno spostamento della curva di consumo verso l'attualità, comprimendo la quota di reddito destinata al risparmio precauzionale. La crescente diffusione del BNPL rischia di innescare una riduzione del tasso di risparmio lordo, già in contrazione nell'area euro, accentuando la vulnerabilità finanziaria delle famiglie in caso di shock avversi. Secondo dati di Banca d'Italia (2024), oltre il 37% dei giovani tra i 18 e i 29 anni ha utilizzato almeno una volta servizi BNPL, con una quota che sale al 52% nella fascia 18–24⁵⁸. Parallelamente, il tasso di risparmio di questa fascia di popolazione si è attestato su livelli storicamente bassi, inferiori alla media OCSE. La combinazione tra ridotta alfabetizzazione finanziaria, incertezza occupazionale e facilità di accesso al credito "leggero" sta producendo un mutamento nella cultura finanziaria generazionale. La narrazione del "pagamento dilazionato senza interessi" agisce come leva psicologica che legittima il consumo a scapito dell'accantonamento.

⁵⁵ A Comprehensive Review of BNPL Influence Factors on Young Consumer Spending Behaviour, 2024.

⁵⁶ Effects of debt dynamics and financial literacy on consumer market behavior, *Finance Research Letters*, 2025

⁵⁷ Eurostat, *Household saving rate quarterly data*, 2024

⁵⁸ Banca d'Italia, *Indagine sui comportamenti finanziari delle famiglie italiane*, 2024.

Tabella 1 – Uso BNPL vs Tasso di Risparmio (2020–2024) – Selezione Paesi UE

Paese	Adozione BNPL (pop. under 30)	Tasso di risparmio famiglie (2020)	Tasso di risparmio famiglie (2024)
Germania	28%	17,0%	14,6%
Francia	25%	15,1%	13,2%
Italia	37%	11,4%	9,1%
Svezia	42%	18,2%	15,3%

Fonti: BCE, Eurostat, Banca d'Italia, Rapporti nazionali di vigilanza 2020 – 2024.

In vari paesi europei, alcuni provider BNPL hanno inserito nel design delle loro app funzionalità come “spesa totale prevista” o “avviso rata residua” per stimolare una riflessione preventiva, in risposta a pressioni regolatorie e feedback degli utenti. Alcune startup fintech nell’Asia emergente stanno sperimentando modelli di “risparmio forzato” accoppiati al BNPL ad esempio vincolando una frazione dell’importo del primo acquisto a un conto di risparmio come misura di mitigazione del rischio comportamentale. In pedagogia finanziaria in scuole di determinati Stati, si stanno sperimentando laboratori pratici dove gli studenti simulano carrelli con e senza BNPL per osservare come variano le decisioni di spesa.

5. Raccomandazioni politiche e pratiche

1. Integrazione dell’educazione finanziaria digitale: nei percorsi scolastici e universitari inserire moduli specifici su credito digitale, debito frammentato e BNPL.
2. Dashboard personali aggreganti: strumenti (app o portali) che mostrino all’utente tutte le esposizioni finanziarie attive (BNPL, carte, prestiti), e calcolino “capacità residua” e “spesa prudente”.

3. Avvisi obbligatori contrattuali: messaggi pop-up prima dell'uso del BNPL che mostrino "quanto spenderai extra se accumuli molte rate" o l'equivalente di costo imputato.
4. Regolamentazione dei messaggi promozionali: vietare campagne che enfatizzino "gratuità" o "zero costi" senza menzionare chiaramente i rischi o le penali.
5. Limitazioni auto-imposte: imporre tetti massimi di attivazioni BNPL per utente o "cooling-off period" tra utilizzi successivi.
6. Monitoraggio e ricerca longitudinale: sostenere studi a lungo termine per vedere come l'uso precoce di BNPL influisce sul patrimonio, risparmio e indebitamento futuro.

3. La Direttiva UE 2023/2225 – Analisi critica e approfondita.

La Direttiva UE 2023/2225, comunemente nota come CCD II (Consumer Credit Directive II), rappresenta una tappa cruciale nella regolamentazione del credito ai consumatori nell'Unione Europea, particolarmente in relazione all'espansione di strumenti finanziari innovativi quali il Buy Now Pay Later (BNPL). Pubblicata il 30 ottobre 2023, la direttiva stabilisce l'obbligo per gli Stati membri di recepire le disposizioni entro il 20 novembre 2025, con un'applicazione effettiva prevista per il 20 novembre 2026.⁵⁹ Questa revisione normativa risponde all'esigenza di superare i limiti della precedente Direttiva 2008/48/CE, che aveva lasciato un vuoto regolatorio per prestiti di piccola entità e crediti concessi senza interessi, fenomeni che hanno conosciuto un'espansione esponenziale con l'avvento delle piattaforme digitali BNPL.⁶⁰ Uno degli elementi cardine di CCD II consiste nell'eliminazione della soglia minima precedentemente fissata a €200 per i contratti di credito, che escludeva molte forme di BNPL.⁶¹ Tale modifica riconosce implicitamente l'importanza crescente di prestiti anche di piccolo importo e mira a garantire una tutela uniforme per i consumatori, indipendentemente dalla dimensione dell'operazione. Inoltre, la direttiva estende il proprio ambito anche ai crediti concessi senza interessi o spese aggiuntive, purché configurino una dilazione di pagamento. Questo punto è di particolare rilievo per il

⁵⁹ Direttiva UE 2023/2225 del Parlamento Europeo e del Consiglio, pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'UE L298/2023, 30 ottobre 2023.

⁶⁰ Direttiva 2008/48/CE sul credito ai consumatori.

⁶¹ Hogan Lovells, "Revisione della Direttiva Creditizia: implicazioni per il BNPL", 2024.

settore BNPL, spesso caratterizzato da offerte “interest free” che, pur assenti di costi apparenti, possono generare rischi rilevanti per il consumatore, quali l’accumulo di debiti non sostenibili o costi nascosti in caso di inadempienza. CCD II introduce un obbligo più stringente di valutazione della solvibilità o “creditworthiness check” da parte degli erogatori, finalizzato a prevenire situazioni di sovraindebitamento. Tale previsione è stata fortemente sollecitata da organismi quali l’Autorità Bancaria Europea (EBA) e da studi di settore, che hanno evidenziato come la mancanza di controlli rigorosi sia una delle cause principali dell’aumento dei rischi associati al BNPL.⁶² Questa valutazione deve essere basata su informazioni oggettive, inclusi dati provenienti dalle centrali rischi e da altre fonti affidabili, e deve considerare la capacità effettiva del consumatore di far fronte agli impegni finanziari.⁶³ Un ulteriore elemento di rilievo è l’introduzione di obblighi di trasparenza precontrattuale rafforzati, che impongono agli operatori di fornire informazioni chiare e comprensibili riguardo a termini e condizioni, costi, penali, importi dovuti e scadenze. Tale requisito è finalizzato a garantire che il consumatore possa prendere decisioni consapevoli e informate. Un significativo passo avanti riguarda l’introduzione di requisiti di vigilanza e di autorizzazione o registrazione per gli operatori BNPL, che saranno sottoposti a procedure di abilitazione da parte delle autorità competenti nazionali e europee. Questo permette di esercitare un controllo più efficace sul settore e di garantire il rispetto delle norme.⁶⁴ Nonostante le importanti innovazioni, CCD II prevede alcune esenzioni limitate, principalmente rivolte a fornitori diretti di beni e servizi che offrono dilazioni senza terzi e senza costi, restrizioni che tuttavia sono più ristrette rispetto alla precedente direttiva. Resta quindi aperta la questione della definizione di responsabilità in scenari complessi, quali quelli che coinvolgono società veicolo (SPV), servicer e cessionari del credito, elementi che saranno decisivi nella fase attuativa. L’estensione della disciplina ai piccoli prestiti e ai crediti senza interessi comporterà un ampliamento significativo del numero di contratti soggetti a regolamentazione, incidendo sulla struttura operativa di molte piattaforme BNPL. Queste dovranno adeguarsi a nuovi obblighi di controllo e trasparenza, con possibili ripercussioni sui costi di compliance e sul modello di business.⁶⁵ Nonostante i

⁶² European Banking Authority (EBA), “Report on Consumer Trends 2024/25”, 2025.

⁶³ Oliver Wyman, “Creditworthiness Assessment in Consumer Finance”, 2024.

⁶⁴ Documento della Banca d’Italia sulla vigilanza del BNPL, ottobre 2022.

⁶⁵ Carbonetti A., “Compliance cost and business models in BNPL”, *Arena Digitale*, 2024.

progressi, permangono alcune criticità, tra cui la difficoltà di armonizzazione tra Stati membri riguardo alle esenzioni e alle soglie nazionali, e la complessità nell'applicazione e nel controllo effettivo delle norme, specialmente in un contesto digitale e cross-border.⁶⁶ Inoltre, persistono problematiche legate al design delle interfacce utente, con rischi di “dark patterns” e bias comportamentali che potrebbero influenzare le scelte del consumatore in modo non trasparente.⁶⁷ In conclusione, la Direttiva UE 2023/2225 rappresenta un progresso rilevante nella tutela del consumatore nel mercato del credito, in particolare per il segmento BNPL. Tuttavia, il successo della sua attuazione dipenderà in larga misura dall'efficacia dei sistemi di vigilanza e dalla capacità delle autorità nazionali di armonizzare le regole, nonché dalla consapevolezza e dalla formazione finanziaria dei consumatori stessi.⁶⁸

4. Profili contrattuali alla luce della Direttiva UE 2023/2225.

La Direttiva UE 2023/2225, nota come CCD II, rappresenta una svolta normativa fondamentale nell'ambito dei contratti di credito ai consumatori, con impatti diretti sulle modalità contrattuali dei prestiti BNPL (Buy Now Pay Later). In particolare, la direttiva impone una revisione delle condizioni contrattuali, mirata a uniformare e rendere maggiormente trasparenti i termini dell'accordo tra consumatore e finanziatore. Precedentemente, la natura eterogenea e spesso frammentaria dei contratti BNPL aveva generato criticità sotto il profilo della comparabilità e della chiarezza informativa. CCD II introduce obblighi di standardizzazione, imponendo la presentazione di informazioni contrattuali chiare, comprensibili e comparabili, in linea con il Regolamento UE 2017/2394 sulle pratiche commerciali sleali.⁶⁹ Questi obblighi comprendono, tra l'altro, la definizione esplicita di tutte le condizioni economiche, inclusi tassi di interesse equivalenti annuali (TAEG), spese accessorie, e clausole di mora. A livello empirico, studi recenti evidenziano come, nel 2023, oltre il 65% dei consumatori BNPL lamentasse

⁶⁶ BEUC, “Challenges in cross-border enforcement of consumer credit rules”, 2025.

⁶⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA), “Behavioural biases in digital finance”, 2024.

⁶⁸ Autorità Bancaria Europea, “Policy Recommendations for Consumer Credit”, 2025.

⁶⁹ Regolamento (UE) 2017/2394 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 relativo alle pratiche commerciali sleali.

difficoltà nel comprendere appieno le condizioni contrattuali,⁷⁰ un dato che si prevede possa significativamente ridursi con l'entrata in vigore di CCD II. Tuttavia, il grado di efficacia dipenderà dalla capacità degli Stati membri di tradurre gli obblighi direttivi in norme nazionali rigorose e dall'effettivo monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza. Un punto cruciale riguarda le sanzioni applicabili in caso di inadempimento del consumatore, soprattutto in relazione ai costi di mora e penalità. La CCD II stabilisce che tali oneri non possano superare soglie nazionali basate sull'APR (Annual Percentage Rate) massimo consentito, allineandosi così al principio di proporzionalità e tutela del consumatore. In Italia, ad esempio, il limite APR per il credito al consumo è fissato dal Decreto Legislativo 141/2010,⁷¹ ma permangono discussioni sulla definizione di penalità "eccessive" nei contratti BNPL, che spesso prevedono spese fisse di ritardo, percepite come sproporzionate rispetto al debito residuo. Dal punto di vista pratico, ciò pone una sfida di enforcement, poiché molti contratti BNPL presentano meccanismi di penalità non uniformi e in alcuni casi poco trasparenti, complicando la valutazione della loro conformità normativa.⁷² Studi empirici hanno mostrato che circa il 30% dei reclami dei consumatori presso le autorità nazionali riguarda proprio queste criticità di penali e spese accessorie.⁷³ La direttiva introduce un'importante innovazione nel rafforzamento del ruolo del consumatore nella fase precontrattuale. Viene infatti previsto l'obbligo, per il consumatore, di fornire dichiarazioni veritiere e complete sul proprio stato finanziario e capacità di rimborso, accompagnato dall'obbligo per il finanziatore di eseguire verifiche rigorose sulla solvibilità (*creditworthiness / affordability check*).⁷⁴ Tale meccanismo mira a prevenire fenomeni di sovraindebitamento, che si sono dimostrati particolarmente rilevanti nel contesto BNPL, dove la semplicità di accesso al credito spesso non corrisponde a una reale valutazione del merito creditizio.⁷⁵ Recenti analisi condotte da Oliver Wyman stimano che una verifica più stringente potrebbe ridurre del 15% i casi di insolvenza tra i consumatori BNPL. Nonostante ciò, permangono dubbi sull'effettiva implementazione pratica di questi obblighi, soprattutto nei paesi con

⁷⁰ Consumer Reports, "Understanding BNPL Contracts: Survey 2023,"

⁷¹ Decreto Legislativo 13 agosto 2010, n. 141, Attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori.

⁷² Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), Relazione Annuale 2024

⁷³ European Consumer Organisation (BEUC), "Complaints on BNPL Practices," 2023

⁷⁴ Direttiva UE 2023/2225 (CCD II), Articoli 8-12

⁷⁵ Oliver Wyman, "Credit Risk in BNPL: An Industry Report," 2024.

sistemi di registrazione del credito meno sviluppati o in contesti digitali ad alto volume e bassa interazione umana. Inoltre, è da monitorare l'impatto di questi oneri aggiuntivi sulle dinamiche di mercato, che potrebbero riflettersi in maggiori costi per il consumatore o limitazioni nell'accesso al credito. La distribuzione del credito BNPL coinvolge spesso una pluralità di soggetti, tra cui agenti, mediatori di credito, piattaforme digitali e fornitori terzi. CCD II attribuisce una particolare attenzione a questa filiera, imponendo obblighi di registrazione e autorizzazione agli intermediari⁷⁶, nonché responsabilità specifiche in caso di mancato rispetto delle normative di trasparenza e tutela. Tali misure rispondono a criticità già evidenziate in passato, quando la presenza di molteplici attori rendeva difficile identificare soggetti responsabili e garantire un controllo efficace sull'intero processo contrattuale. Il registro degli agenti e mediatori, previsto dall'articolo 7 della direttiva, consente alle autorità di vigilanza di monitorare l'operato degli intermediari, prevenendo pratiche scorrette e conflitti di interesse.⁷⁷ Tuttavia, l'efficacia di questi meccanismi dipende dall'omogeneità con cui gli Stati membri adatteranno tali requisiti, considerando che esistono differenze significative tra ordinamenti in termini di regolamentazione degli intermediari finanziari.⁷⁸ Ciò potrebbe determinare, in prospettiva, fenomeni di arbitraggio regolatorio o disallineamenti nell'applicazione della direttiva nel mercato unico digitale europeo. L'analisi dei profili contrattuali alla luce della Direttiva UE 2023/2225 evidenzia un quadro complesso ma promettente. I nuovi obblighi di trasparenza, valutazione del merito creditizio e regolazione degli intermediari costituiscono un passo avanti significativo per la tutela del consumatore e la stabilità del mercato del credito BNPL. Tuttavia, il successo di queste innovazioni normative dipenderà fortemente dall'efficacia del recepimento nazionale, dalla capacità di vigilanza degli enti competenti e dall'adeguata educazione finanziaria degli utenti finali.

5. Ruolo di EBA ed ESMA nella vigilanza e nella regolazione del mercato BNPL.

⁷⁶ Direttiva UE 2023/2225 (CCD II), Articolo 15.

⁷⁷ European Banking Authority (EBA), Guidelines on Credit Intermediation, 2024.

⁷⁸ OECD, "Financial Intermediation Regulation in Europe," 2023.

L'emergere del modello **Buy Now, Pay Later (BNPL)** nel contesto dei pagamenti digitali ha messo in luce una falla regolatoria: molti prestiti digitali a breve scadenza, piccoli importi, concessi da operatori non bancari, operavano al di fuori dei perimetri tradizionali della vigilanza creditizia. Questa «zona grigia» ha reso necessaria l'azione delle autorità europee, in particolare **EBA** ed **ESMA**, per colmare lacune sistemiche e armonizzare la protezione dei consumatori nell'economia digitale. L'EBA, in particolare, ha assunto un ruolo centrale nella raccolta e analisi dei **trend comportamentali dei consumatori**, includendo nel suo *Consumer Trends Report 2024/25* il BNPL come uno dei fenomeni maggiormente a rischio, in ragione dell'aumento del sovraindebitamento, della scarsa trasparenza e delle pratiche di valutazione del merito creditizio spesso insufficienti⁷⁹. La stessa autorità ha indicato che la **frodi nei pagamenti**, **l'indebitamento crescente** e il fenomeno del **de-risking** (ovvero la difficoltà crescente per certi consumatori di accedere ai servizi di pagamento) sono fra i principali rischi segnalati da Stati membri e stakeholder nazionali⁸⁰. Con il *Consumer Trends Report 2024/25*, l'EBA ha introdotto per la prima volta i **Retail Risk Indicators**, strumenti quantitativi che consentono di monitorare potenziali danni ai consumatori, inclusi i rischi associati al BNPL⁸¹. Questa base dati rafforza la capacità delle autorità nazionali di individuare tendenze emergenti e di adottare interventi mirati. Tra i dati segnalati: il BNPL è collocato come secondo fattore di rischio per i consumatori, subito dopo la frode nei pagamenti, a testimonianza della rapidità con cui il fenomeno sta acquisendo rilevanza sistemica. L'EBA ha espresso raccomandazioni precise, rivolte agli Stati membri e ai prestatori non bancari (non-bank lenders), per rafforzare la disciplina contrattuale e di vigilanza:

- Estendere obbligatoriamente la valutazione del merito creditizio (affordability / creditworthiness) anche per i prestiti digitali di importo modesto e a tasso zero⁸²

⁷⁹ EBA, *Consumer Trends Report 2024/25*, pag. 14-16.

⁸⁰ EBA, "EBA identifies payment fraud, indebtedness and de-risking as key issues affecting consumers in the EU", comunicato 26 marzo 2025

⁸¹ EBA, *Consumer Trends Report 2024/25*, sezione Retail Risk Indicators.

⁸² EBA, *Opinion on digital lending and non-bank lenders*, 2024.

- Imporre standard minimi di trasparenza nelle interfacce digitali, con la presentazione chiara dei costi, delle penali e delle condizioni in modo accessibile anche da mobile.⁸³
- Invitare a un rafforzamento della cooperazione tra autorità nazionali e delle **Autorità europee di vigilanza (ESAs)** per la segnalazione e il contrasto delle pratiche scorrette cross-border.⁸⁴

L'EBA, inoltre, nell'ambito del suo programma di lavoro 2024–2025, ha incluso l'analisi del ruolo della **finanza decentralizzata (DeFi)** e delle tecnologie emergenti come l'Intelligenza Artificiale sui modelli creditizi, avvertendo che la mancata regolazione integrata potrebbe generare rischi operativi e di protezione del consumatore.⁸⁵ Nel comunicato del 26 marzo 2025, l'EBA ha riconosciuto che la frode nei pagamenti rimane la questione primaria per i consumatori nell'UE, seguita dall'indebitamento correlato al BNPL e da problemi di de-risking⁸⁶. Ciò rappresenta un segnale forte: il BNPL è ormai inserito tra i fenomeni che possono generare **danno sistemico al consumatore**, e non è più un fenomeno marginale. Se l'EBA ha il dominio naturale nel settore bancario e del credito, l'**ESMA** può contribuire come autorità complementare nei contesti di interfaccia tra finanza, mercati e tecnologia digitale. L'ESMA ha manifestato interesse verso le pratiche di marketing digitale e i **“dark patterns”** che possono influenzare le decisioni finanziarie dei consumatori, suggerendo che le offerte BNPL siano sottoposte a regole di trasparenza simili a quelle dei prodotti finanziari tradizionali. In una dichiarazione congiunta delle ESAs del 2025, è stato suggerito che gli operatori digitali debbano evitare default manipolativi e utilizzare linguaggio neutro e non fuorviante⁸⁷. L'ESMA ha proposto che le piattaforme BNPL, soprattutto quelle con attività cross-border, adottino **standard comuni di reporting per dati finanziari e algoritmi di scoring**, con l'obiettivo di garantire interoperabilità regolatoria e visibilità degli operatori su scala europea.⁸⁸ Ciò consentirebbe di collegare le informazioni finanziarie dei consumatori (ad es. tramite registri di credito) con le attività di BNPL, migliorando la

⁸³ EBA Guidelines on Disclosure under CCD II, bozza 2025.

⁸⁴ Joint ESAs Supervisory Statement on Consumer Protection in Digital Finance, 2025.

⁸⁵ EBA Annual Report 2024, sezione “Innovation, consumer protection and digital finance

⁸⁶ EBA comunicato “EBA identifies payment fraud ...” 2025

⁸⁷ Joint ESAs Supervisory Statement, 2025.

⁸⁸ ESMA, *AI and Data Usage in Retail Financial Services: Risks and Regulatory Considerations*, policy note 2025.

valutazione del rischio complessivo. Un tema di prospettiva riguarda la potenziale inclusione di parti del BNPL nei regolamenti finanziari europei quali **MiCA** (Markets in Crypto-Assets), **DORA** (Digital Operational Resilience Act) o la futura **AMLA** (Autorità anti-riciclaggio UE). L'ESMA può fungere da ponte regolatorio, integrando le discipline fintech con quelle del credito al consumo. Per garantire effettiva applicazione della CCD II e delle raccomandazioni EBA/ESMA, è imprescindibile una **cooperazione operativa tra le autorità nazionali competenti** (ANC), l'EBA e l'ESMA. Ciò comprende:

- Sistemi di **notifica transfrontaliera** di pratiche scorrette o insolvenze seriali.
- **Audit congiunti e scambio di intelligence** sulle attività BNPL.
- Laboratori europei fintech in collaborazione con le autorità per monitorare l'evoluzione del rischio.

Nonostante il disegno regolatorio avanzato, permangono rischi concreti:

- **Disparità nell'applicazione nazionale:** diversi Stati membri potrebbero interpretare diversamente obblighi di trasparenza, sanzioni e ruoli dell'intermediazione.
- **Registro europeo dei provider BNPL inesistente:** la mancanza di un registro centralizzato limita la capacità di sorveglianza europea.
- **Capacità di enforcement limitata:** autorità con risorse scarse potrebbero faticare a monitorare grandi volumi di microcontratti digitali.

La regolamentazione del BNPL non può più ignorare l'azione coordinata di EBA ed ESMA. Per consolidare il regime europeo, le seguenti misure risultano strategiche:

1. **Istituzione di un registro UE unificato per i fornitori BNPL**, con obbligo di trasparenza uniforme e interoperabilità tra Stati membri.
2. **Obbligo di reporting obbligatorio** su parametri creditizi e algoritmi, per migliorare la visibilità regolatoria.
3. **Linee guida comuni su design responsabile e trasparenza digitale**, da integrare nella CCD II o future direttive fintech.

4. **Integrazione normativa nei regolamenti MiCA, DORA e AMLA** per colmare le zone di omissione regolatoria.
5. **Programmi congiunti di vigilanza, audit e capacity building** per autorità nazionali, coordinati da EBA/ESMA.

6. Vigilanza nazionale / Italia: quadro attuale e prospettive di recepimento del CCD II.

La disciplina della vigilanza sul settore del Buy Now Pay Later (BNPL) in Italia si inserisce in un contesto normativo nazionale in evoluzione, che si configura come un naturale complemento all'impianto regolatorio europeo dettato dalla Direttiva UE 2023/2225 (CCD II). Questo quadro è caratterizzato da un intervento crescente da parte della Banca d'Italia, che già dal 2022 ha iniziato a porre in evidenza rischi e problematiche connesse a questa forma di credito al consumo, con un focus particolare sulla tutela dei consumatori e sulla trasparenza informativa. In data 28 ottobre 2022, la Banca d'Italia ha pubblicato una comunicazione rivolta ai consumatori e agli operatori del settore, con lo scopo di fornire un primo orientamento sulla natura giuridica e sul regime applicabile al BNPL in Italia⁸⁹. In tale comunicazione, la Banca distingue tra diverse tipologie di BNPL, evidenziando come solo alcune di esse rientrino nel perimetro del credito ai consumatori ai sensi del Testo Unico Bancario (TUB) e della disciplina europea.

In particolare, viene chiarito che il BNPL può configurarsi come credito ai consumatori soprattutto quando:

- l'importo finanziato è pari o superiore a 200 euro;
- sono applicate commissioni, interessi o altre spese accessorie;
- il rimborso avviene in più di tre rate o con dilazioni superiori a tre mesi.

⁸⁹ Banca d'Italia, Comunicazione ai consumatori su Buy Now Pay Later, 28 ottobre 2022.

Queste soglie e condizioni richiamano da vicino le eccezioni previste dalla vecchia Direttiva sul credito ai consumatori (CCD 2008/48/CE), ora superate dal nuovo quadro CCD II, ma che a livello nazionale hanno ancora riflessi pratici fino al pieno recepimento della nuova normativa. La comunicazione sottolinea inoltre la necessità di una maggiore attenzione da parte dei consumatori nel leggere con attenzione i termini contrattuali, data la complessità che può derivare dall'interazione tra merchant, finanziatori e piattaforme BNPL. A seguito della pubblicazione della Direttiva UE 2023/2225, il processo di recepimento da parte dell'Italia è attualmente in fase avanzata, con una bozza di decreto legislativo sottoposta a consultazione presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) nel periodo luglio-settembre 2025.⁹⁰

La bozza prevede un'estensione degli obblighi di trasparenza e di vigilanza agli operatori BNPL, includendo:

- l'obbligo di valutazione della solvibilità del consumatore in modo più rigoroso;
- l'adozione di procedure di autorizzazione e registrazione per gli agenti e mediatori del credito che intervengono nel processo di distribuzione;
- l'estensione degli obblighi informativi precontrattuali, con particolare attenzione a evitare pratiche commerciali ingannevoli o poco chiare.⁹¹

Rimangono tuttavia questioni aperte, quali l'identificazione precisa del soggetto responsabile in presenza di strutture complesse, tipiche di alcune operazioni di BNPL, dove possono essere coinvolti veicoli di cartolarizzazione (SPV), servicer e cessionari del credito. Questo aspetto, che riguarda la catena di responsabilità e la vigilanza effettiva, rappresenta una sfida importante per il legislatore nazionale, in quanto incide sulla capacità degli organi di controllo di esercitare efficacemente il loro ruolo⁹². Dal punto di vista operativo, la vigilanza italiana deve fare i conti con la rapida evoluzione del mercato digitale e con l'ingresso di nuovi attori fintech, spesso con modelli di business che sfuggono a regolazioni tradizionali. La Banca d'Italia ha sottolineato la necessità di un approccio flessibile ma rigoroso, che contempli sia la tutela del consumatore sia la

⁹⁰ Ministero dell'Economia e delle Finanze, Bozza di Decreto Legislativo di recepimento della Direttiva UE 2023/2225, consultazione luglio-settembre 2025 (documenti interni non pubblici).

⁹¹ Hogan Lovells, "Recepimento della Direttiva CCD II in Italia: Impatti e criticità", Report 2025.

⁹² Lexia, "Responsabilità e strutture complesse nel BNPL: profili giuridici e vigilanza", White Paper, 2025.

promozione di innovazione responsabile.⁹³ In questo contesto, il recepimento della CCD II offre un'opportunità per rafforzare il sistema di protezione, introducendo standard armonizzati che limitino pratiche rischiose e garantiscano trasparenza e correttezza. L'esperienza italiana può contribuire al dibattito europeo soprattutto nella gestione di situazioni complesse, quali la definizione delle responsabilità in strutture multilivello e la regolazione di nuovi modelli di intermediazione. Il ruolo della vigilanza nazionale italiana è cruciale per garantire un'efficace applicazione delle nuove disposizioni europee nel settore BNPL. Le azioni intraprese da Banca d'Italia, unitamente al percorso legislativo in corso, indicano un impegno crescente per affrontare le criticità di questo mercato, tutelando il risparmio e favorendo la trasparenza. Tuttavia, resta necessario monitorare attentamente l'evoluzione normativa e di mercato, al fine di aggiornare tempestivamente le regole e assicurare che le pratiche innovative non si traducano in rischi eccessivi per i consumatori.

7. Criticità residue e questioni aperte nella regolazione del BNPL: un'analisi multidimensionale.

L'introduzione della Direttiva UE 2023/2225 (CCD II) rappresenta un passo fondamentale nel quadro regolatorio europeo del Buy Now, Pay Later (BNPL). Tuttavia, diverse criticità e questioni aperte permangono, che rischiano di compromettere l'efficacia della disciplina e la tutela del consumatore. Questa sezione analizza in modo critico i principali problemi ancora irrisolti. Nonostante l'armonizzazione europea perseguita con CCD II, rimane un rischio significativo di divergenze applicative fra gli Stati membri. Questo fenomeno è dovuto principalmente a:

- Eccezioni e soglie nazionali: alcuni Stati mantengono soglie specifiche per l'esenzione dal campo di applicazione, come limiti minimi di importo o di APR (Annual Percentage Rate). Ciò può generare disallineamenti in termini di tutela e di accesso al credito.

⁹³ Banca d'Italia, Relazione Annuale 2024, Capitolo Innovazione Fintech e tutela del consumatore.

- Diverse interpretazioni normative: ad esempio, la qualificazione giuridica di alcune forme di BNPL può variare, incidendo su obblighi informativi e di valutazione del merito creditizio.⁹⁴
- Pratiche di vigilanza differenti: l'intensità e la strategia di controllo e sanzione possono variare, con rischi di arbitraggio regolatorio e "regulatory shopping".

Queste disparità minano la creazione di un mercato unico del credito digitale e possono esporre i consumatori a livelli di rischio disomogenei a seconda della giurisdizione.⁹⁵ Un tema cruciale riguarda la capacità concreta delle autorità di vigilanza di garantire l'effettivo rispetto delle regole. In particolare:

- Difficoltà di monitoraggio delle piattaforme digitali: l'interazione digitale tra consumatore, merchant e finanziatore spesso si svolge in contesti complessi e non sempre trasparenti per gli organi di controllo.⁹⁶
- Crisi di rimborso e gestione degli insoluti: l'emergere di situazioni di sovraindebitamento può generare tensioni tra i diversi attori coinvolti, specie quando la responsabilità contrattuale è articolata tra più soggetti (es. SPV, servicer, merchant).⁹⁷
- Sanzioni e misure correttive: la proporzionalità e l'efficacia degli interventi punitivi devono essere calibrate per evitare effetti distorsivi o eccessiva rigidità, preservando però la tutela del consumatore.⁹⁸

L'enforcement richiede quindi un coordinamento avanzato tra autorità nazionali e sovranazionali, anche tramite lo scambio di informazioni e strumenti digitali di supervisione.⁹⁹ Un'importante lacuna normativa riguarda la segnalazione delle posizioni BNPL nei registri dei rischi creditizi (centrali rischi). Attualmente:

⁹⁴ European Banking Authority, *Report on the Implementation of CCD II*, 2024, p. 32.

⁹⁵ Commissione Europea, *Relazione annuale sul mercato unico digitale*, 2024.

⁹⁶ Autorità Bancaria Europea, *Consumer Trends Report 2024/25*, pp. 18-22.

⁹⁷ Hogan Lovells, *BNPL in Europe: Legal Challenges and Enforcement*, 2025.

⁹⁸ European Securities and Markets Authority, *Guidelines on Credit Enforcement*, 2023.

⁹⁹ Joint ESAs' Report on Digital Credit Supervision, 2024.

- Molti prestiti BNPL non sono inclusi nei sistemi di segnalazione: ciò impedisce una valutazione completa del profilo debitorio del consumatore da parte di altri istituti di credito, aumentando il rischio di overindebtedness.¹⁰⁰
- Impatto sulla valutazione del merito creditizio: l'assenza di dati omogenei ostacola le verifiche di solvibilità e affordability, che sono centrali nella nuova disciplina.
- Proposte di policy: numerose autorità, tra cui l'EBA, stanno suggerendo l'obbligo di segnalazione sistematica anche per il BNPL, per migliorare la trasparenza e la gestione del rischio a livello aggregato.¹⁰¹

Il BNPL, come forma di credito digitale, è particolarmente suscettibile all'influenza di bias comportamentali e pratiche di design dell'interfaccia (User Experience, UX) volte a facilitare la sottoscrizione senza piena consapevolezza del consumatore.

- Dark patterns: tecniche di persuasione digitale che inducono il consumatore a scegliere opzioni meno favorevoli, come ad esempio opzioni pre-spuntate o offerte “zero interessi” che nascondono costi di mora.¹⁰²
- Impatto sui comportamenti finanziari: la percezione errata del BNPL come semplice strumento di pagamento (anziché credito) favorisce l'accumulo di impegni oltre la capacità reale di rimborso.¹⁰³
- Interventi normativi e di policy: si stanno discutendo linee guida per regolamentare il design digitale, promuovendo trasparenza e “nudging” positivo, con esempi pionieristici in vari ordinamenti europei.¹⁰⁴

Sebbene spesso pubblicizzato come credito “interest free”, il BNPL può generare costi significativi derivanti da ritardi o commissioni aggiuntive.

¹⁰⁰ Banca d'Italia, *Relazione annuale sulla trasparenza del credito*, 2023, p. 45

¹⁰¹ EBA, *Recommendations on Reporting Obligations for BNPL*, 2024

¹⁰² Gray, C., *Dark Patterns and Consumer Finance*, *Journal of Consumer Policy*, 2023.

¹⁰³ BEUC (European Consumer Organisation), *Behavioural Biases in Digital Credit*, 2023.

¹⁰⁴ European Commission, *Digital Finance Strategy*, 2024

- Commissioni tardive e costi nascosti: molti consumatori non comprendono appieno che il mancato pagamento puntuale comporta oneri, che possono essere elevati in proporzione all'importo originario.¹⁰⁵
- Effetto cumulativo: piccoli importi residui, se non gestiti correttamente, possono generare accumulo di debiti, con effetti sistemici su bilanci familiari e sistema del credito.
- Raccomandazioni: la trasparenza sui costi totali e la regolamentazione dei limiti massimi applicabili sono temi al centro del dibattito normativo europeo.¹⁰⁶

Il BNPL si svolge prevalentemente in mercati digitali globali, il che introduce ulteriori complessità:

- Molteplicità di giurisdizioni: venditori, finanziatori e consumatori spesso risiedono in paesi diversi, complicando l'applicazione e il coordinamento delle norme.¹⁰⁷
- Armonizzazione e collaborazione: è necessaria una forte cooperazione tra autorità regolatorie europee e internazionali per garantire sicurezza giuridica e tutela efficace.¹⁰⁸
- Problemi di responsabilità e contenzioso: le strutture complesse di prestito (inclusi SPV e servicer) sollevano questioni non ancora completamente risolte.¹⁰⁹

Le criticità residue identificate evidenziano che, nonostante i progressi normativi con CCD II, il BNPL continua a presentare profili di rischio e sfide regolatorie non trascurabili. Il superamento di tali criticità richiede un approccio integrato, che coinvolga non solo la legislazione e la vigilanza, ma anche strumenti di policy, educazione finanziaria e innovazione tecnologica per garantire un mercato sostenibile, trasparente e sicuro per i consumatori.

¹⁰⁵ Oliver Wyman, *BNPL Cost Structures and Risks*, 2023.

¹⁰⁶ European Parliament, *Report on Consumer Credit Transparency*, 2024.

¹⁰⁷ OECD, *Cross-Border E-Commerce and Consumer Credit*, 2023.

¹⁰⁸ ESMA, *International Coordination on Digital Finance*, 2024.

¹⁰⁹ Lexia, *Responsabilità contrattuali nelle strutture BNPL complesse*, 2025.

8. Conclusione e Proposte per Rafforzare la Tutela del Risparmio nel Contesto BNPL.

L'analisi precedente ha messo in luce come il fenomeno del Buy Now Pay Later (BNPL), nonostante l'innovazione che rappresenta nel campo dei pagamenti digitali e del credito al consumo, porti con sé rischi significativi per la tutela del risparmio, specialmente per le categorie più vulnerabili di consumatori.¹¹⁰ In particolare, la recente Direttiva UE 2023/2225 (CCD II) ha introdotto una cornice normativa più stringente e inclusiva, ma permangono questioni irrisolte circa la trasparenza, l'omogeneità di applicazione e la capacità di controllo da parte delle autorità nazionali ed europee.

Alla luce di quanto sopra, si evidenziano alcune proposte normative essenziali:

- **Definizione chiara e univoca di limiti all'APR e alle penalità:** molte giurisdizioni europee mantengono soglie differenti per il tasso annuo effettivo globale e i costi accessori, con esenzioni che permettono pratiche commerciali che possono sfociare in sovraindebitamento.¹¹¹ L'introduzione di un tetto unico europeo potrebbe ridurre le distorsioni competitive e migliorare la tutela del consumatore.
- **Obbligo generalizzato di segnalazione alle centrali rischi creditizi:** come sottolineato dall'Autorità Bancaria Europea, la mancata inclusione di molte forme di BNPL nei sistemi di registrazione del credito rende difficile una valutazione complessiva e accurata del merito creditizio da parte di altri operatori finanziari.¹¹² Un obbligo normativo di segnalazione migliorerebbe la trasparenza e l'efficacia delle valutazioni di rischio.
- **Standard informativi obbligatori e uniformi:** l'adozione di formati standardizzati per l'informativa precontrattuale e periodica, con particolare attenzione alla comprensibilità e comparabilità dei dati (costi, scadenze, sanzioni)

¹¹⁰ European Banking Authority, *Consumer Trends Report 2024/25*, 2024, pp. 45-47.

¹¹¹ Directive 2023/2225 (CCD II), Art. 12; vedi anche Hogan Lovells, "The evolving landscape of consumer credit regulation in Europe," 2024, p. 15.

¹¹² EBA, *Opinion on the Regulation of Non-Bank Lenders*, 2023, p. 12.

è un elemento fondamentale per un'effettiva tutela, come già previsto da CCD II ma da rafforzare attraverso linee guida europee.¹¹³

- **Trasparenza nei marketing digitali e comunicazione chiara della natura creditizia:** il marketing BNPL spesso sfrutta meccanismi di persuasione subdola, quali opzioni pre-selezionate, linguaggi ambigui e offerte apparentemente “senza interessi” che celano costi o rischi.¹¹⁴ Norme specifiche contro i “dark patterns” e per la chiarezza informativa sono indispensabili.

Il coordinamento tra autorità di vigilanza nazionali (come Banca d'Italia in Italia) e organi europei quali EBA ed ESMA deve essere intensificato e formalizzato:

- **Monitoraggio sistematico e reportistica:** implementare un sistema integrato di raccolta dati sulle operazioni BNPL, incluse le segnalazioni di morosità e reclami, per consentire interventi tempestivi e mirati.¹¹⁵
- **Controlli rafforzati sugli operatori fintech e non bancari:** la crescente presenza di operatori non tradizionali richiede un adeguamento normativo e operativo per includere soggetti spesso sfuggenti ai controlli classici, evitando il rischio di “regulatory arbitrage”.¹¹⁶
- **Sanzioni efficaci e proporzionate:** prevedere strumenti sanzionatori adeguati per scoraggiare pratiche scorrette, comprese misure di carattere amministrativo e penale, secondo il modello già adottato in alcuni Stati membri.¹¹⁷

Un'efficace tutela del risparmio passa anche attraverso un potenziamento delle competenze finanziarie dei consumatori e un design responsabile delle piattaforme:

- **Programmi di educazione finanziaria mirati:** iniziative dedicate ai gruppi più vulnerabili (giovani, redditi bassi, persone con competenze finanziarie limitate)

¹¹³ Oliver Wyman, *Transparency in Consumer Credit: Best Practices and Recommendations*, 2023, pp. 30-34.

¹¹⁴ Behavioural Insights Team, *Dark Patterns in Digital Finance*, 2023; European Commission, *Report on Digital Marketing and Consumer Protection*, 2024.

¹¹⁵ Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2023*, pp. 120-123.

¹¹⁶ ESMA, *Guidelines on Supervisory Convergence for Fintech Firms*, 2023, pp. 8-11.

¹¹⁷ French Financial Markets Authority (AMF), *Sanctioning Practices in Consumer Credit*, 2023.

per migliorare la consapevolezza sui rischi e le implicazioni degli impegni finanziari sottoscritti.¹¹⁸

- **Trasparenza comportamentale e “nudging” responsabile:** progettare interfacce utente che favoriscano scelte consapevoli, evitando pratiche di “dark patterns” e bias cognitivi che inducono a un uso eccessivo o inconsapevole del credito.¹¹⁹
- **Strumenti digitali di supporto:** sviluppare app e piattaforme integrate che consentano ai consumatori di monitorare il proprio indebitamento complessivo e ricevere alert in caso di rischio di sovraindebitamento.

L'evoluzione del quadro normativo europeo, con la Direttiva CCD II, rappresenta un significativo passo avanti per la regolamentazione del BNPL e la tutela del risparmio. Tuttavia, le sfide concrete richiedono un approccio multidimensionale che integri normative rigorose, vigilanza coordinata e un forte impegno nell'educazione finanziaria e nella trasparenza comportamentale. Solo attraverso tale combinazione sarà possibile garantire un mercato del credito al consumo moderno, innovativo e al contempo equo e sostenibile, capace di tutelare efficacemente i consumatori e la stabilità finanziaria complessiva.

¹¹⁸ OECD, *Financial Education for Vulnerable Consumers*, 2024.

¹¹⁹ Thaler, R.H., & Sunstein, C.R., *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, 2008.

Le Società benefit: i rapporti con i criteri ESG ed i mercati finanziari, prospettive future e iniziative di promozione di un modello giuridico pionieristico.

Di Annarita Lardaro

Il presente approfondimento giuridico si propone di mettere in luce un nuovo modello societario, quello delle società cosiddette “Benefit” (di seguito indicate anche solo come “Benefit” o “SB”), introdotte in Italia dalla Legge di stabilità del 2016 e mutuato in parte dalle B-Corp statunitensi, sebbene – come si vedrà di seguito – con talune, decisive, differenze.

Si analizzeranno, in particolare, i vantaggi della forma societaria Benefit e le principali analogie e differenze con le Direttive europee in tema di criteri ESG – acronimo di Environmental, Social and Governance.

Si procederà, poi, ad una breve analisi dei rapporti tra Società Benefit e mercati finanziari, per comprendere a che punto siamo della diffusione anche finanziaria del modello benefit.

Infine, alcune considerazioni sulle prospettive future di tale organizzazione societaria ed una curiosità: la prima Benefit Competition promossa dal Ministero delle imprese e del made in Italy, in concerto con Invitalia S.p.a., che si propone di incentivare e promuovere un modello societario di sicuro interesse e dal gusto avveniristico, la cui prima tappa si è svolta con successo e partecipazione lo scorso 21 novembre a Milano.

SOMMARIO: 1. Definizione e quadro normativo di riferimento. – 2. Il modello statunitense: differenze e analogie con le B CORP. – 3. I rapporti con i criteri ESG e le direttive europee. – 4. Società benefit e mercati finanziari, a che punto siamo.. – 5. Quali prospettive per la diffusione del modello e la prima Benefit Competition italiana promossa da MIMIT ed Invitalia.

1. Definizione e quadro normativo di riferimento.

Il modello giuridico delle cosiddette Società Benefit è stato introdotto dalla Legge di stabilità per l'anno 2016, ai sensi dell'art. 1, commi da 376 a 384 (Legge 28 dicembre 2015, n. 208, di seguito indicata anche soltanto come “Legge”), con lo scopo di promuovere la costituzione e favorire la diffusione di società di capitali che - nell'esercizio di una attività economica - oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile,

sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse¹.

In altri e più chiari termini, con questa nuova qualifica giuridica un'impresa, oltre ai propri obiettivi di profitto, la SB si impegna a perseguire anche scopi di beneficio comune atti ad avere un impatto positivo a lungo termine sulla società civile e sull'ambiente; in sostanza, le Società Benefit si caratterizzano per il duplice scopo, riconosciuto da shareholder e stakeholder: da un lato, lo scopo di lucro tipico di dividere gli utili, dall'altro lo scopo di beneficio comune volto ad ottenere un impatto positivo sull'ambiente e sulla società civile operando in modo sostenibile e trasparente.

In estrema sintesi sono principalmente tre gli elementi che distinguono una Società Benefit da una società tradizionale²: 1) il doppio scopo societario, infatti mentre una società tradizionale persegue esclusivamente finalità di profitto, una Società Benefit integra questo obiettivo con una o più finalità di beneficio comune; 2) la *governance* responsabile, in quanto le Società Benefit sono tenute a nominare uno o più amministratori specificamente responsabili dell'impatto sociale dell'azienda; 3) la misurazione e la comunicazione dell'impatto, di fatti ogni Società Benefit deve redigere annualmente un report di impatto sociale obbligatorio, utilizzando standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale.

A livello di disciplina giuridica, l'acquisizione della qualifica di SB è vincolata da specifiche indicazioni statutarie, per le società costituite è, quindi, necessario attenersi alla normativa che disciplina tali società con le specifiche indicazioni da prevedere nello statuto.

Per quanto attiene, invece, le società già esistenti, qualora si voglia assumere la qualifica giuridica è necessario modificare appositamente lo statuto con le clausole statutarie previste dalla normativa della Benefit.

In particolare, l'Atto costitutivo e/o le clausole statutarie devono tener conto di quanto segue:

¹ Per un approfondimento sulle origini del fenomeno Benefit si v. tra gli altri A. MARRONE, *“Le società benefit: un fenomeno nuovo dalle origini antiche”*, Collana Università' lum casamassima, 2024

² Sul punto si v. la pagina LinkedIn *“Promozione società benefit”* al seguente link <https://www.linkedin.com/showcase/promozione-societa-benefit-mimit/posts/?feedView=all>

- denominazione sociale con l'inserimento (non obbligatorio) delle parole "Società Benefit" o l'abbreviazione "SB" da utilizzare nei titoli emessi, nella documentazione e nelle comunicazioni verso terzi (Comma 379);
- oggetto sociale con l'indicazione accanto all'attività propria dell'impresa, le finalità di beneficio comune ossia il perseguimento, nell'esercizio dell'attività economica, di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi, nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni e gruppi di soggetti coinvolti, direttamente o indirettamente, dall'attività delle società quali lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, creditori, PA e società civile (Commi 377, 378);
- soggetto responsabile del perseguimento del beneficio comune con l'impegno nello Statuto di individuare il soggetto o i soggetti responsabili a cui affidare funzioni e compiti volti al perseguimento delle finalità di beneficio comune (Comma 380);
- relazione annuale e pubblicità disciplinando, con apposita clausola, gli obblighi degli amministratori per la redazione e la pubblicazione della relazione annuale riguardante il perseguimento del beneficio comune (Comma 382); in particolare, nella relazione occorre anche indicare la descrizione degli obiettivi specifici, delle modalità e delle azioni attuate dagli amministratori per il perseguimento delle finalità di beneficio comune e delle eventuali circostanze che lo hanno impedito o rallentato. Inoltre, la relazione deve includere una sezione dedicata alla descrizione dei nuovi obiettivi che la Benefit intende perseguire nell'esercizio successivo. Inoltre, la normativa prevede all'art.1 comma 383 della L. n. 208/2015 che la relazione di impatto venga resa pubblica sul sito internet della società, qualora esistente, permettendo ai soggetti terzi di prendere conoscenza della gestione della società e del raggiungimento del beneficio comune e quindi del perseguimento dei loro interessi.

Infine, ulteriore elemento essenziale che caratterizza le SB è la valutazione degli impatti generati con il perseguimento delle finalità di beneficio comune.

In tal caso, è previsto che la Benefit rediga una relazione annuale di impatto concernente il perseguimento del beneficio comune da allegare al bilancio societario.

La valutazione degli impatti deve essere eseguita utilizzando lo standard di valutazione sviluppato da un ente terzo ed essere esauriente, comprendendo le aree previste dall'allegato alla normativa, ovvero: 1) la *governance*, per valutare il grado di

trasparenza e responsabilità della società nel perseguimento delle finalità di beneficio comune, con particolare attenzione allo scopo della società, al livello di coinvolgimento dei portatori d'interesse, e al grado di trasparenza delle politiche e delle pratiche adottate dalla società; 2) i rapporti con i lavoratori, per valutare le relazioni con i dipendenti e i collaboratori in termini di retribuzioni e benefit, formazione e opportunità di crescita personale, qualità dell'ambiente di lavoro, comunicazione interna, flessibilità e sicurezza del lavoro; 3) i rapporti con gli altri portatori d'interesse, per valutare le relazioni della società con i propri fornitori, con il territorio e le comunità locali in cui opera, le azioni di volontariato, le donazioni, le attività culturali e sociali, e ogni azione di supporto allo sviluppo locale e della propria catena di fornitura.³

2. Il modello statunitense: differenze e analogie con le B CORP.

Nel passare ad analizzare brevemente le origini storiche delle Società benefit, è da sottolineare in via preliminare che l'Italia è stato il primo paese in Europa a dotarsi di questo istituto, ispirandosi al modello americano.

Le società con scopo di beneficio comune hanno, infatti, iniziato a diffondersi negli Stati Uniti d'America a partire dalla seconda metà dello scorso decennio: in diversi Stati federali dell'Unione sono state approvate leggi che sostengono e favoriscono la nascita e lo sviluppo di tali società, meglio conosciute come «Benefit Corporation».

E' necessario sgomberare, però, subito il campo da un equivoco concettuale molto diffuso: si tratta di due istituti profondamente diversi per natura, funzione e collocazione nell'ordinamento, pur condividendo una comune ispirazione valoriale legata all'integrazione tra profitto e impatto positivo sulla società e sull'ambiente.

La B Corp non è una forma giuridica prevista dalla legge federale o statale, ma una certificazione privata volontaria rilasciata dall'organizzazione non profit B Lab.

³ Sul punto si v. di C. BELLAVITE PELLEGRINI – R. CARUSO, “Società Benefit. Profili giuridici ed economico-aziendali”, Egea, 2023

Essa può essere ottenuta da imprese di qualsiasi forma giuridica e di qualsiasi Paese, a condizione che rispettino determinati standard di performance sociale e ambientale, responsabilità e trasparenza.

Il cuore del sistema B Corp è il “*B Impact Assessment*”, uno strumento di valutazione standardizzato che misura l’impatto complessivo dell’impresa in cinque aree fondamentali: *governance*, lavoratori, comunità, ambiente e clienti.

Per ottenere la certificazione è necessario raggiungere un punteggio minimo, sottoporsi a verifiche e audit, e accettare un processo di ricertificazione periodica, che si verifica generalmente ogni tre anni.

Gli obblighi che ne derivano hanno natura contrattuale, in quanto discendono dall’accordo stipulato con B Lab, e non da una norma di legge.

In sostanza, quindi, a differenza della Società Benefit italiana, la certificazione B Corp non comporta automaticamente una modifica dei doveri fiduciari degli amministratori. Tali doveri continuano a essere regolati dalla legge societaria applicabile (statale negli USA), salvo che l’impresa non adotti volontariamente una forma giuridica specifica – come la Benefit Corporation prevista in molti Stati americani – o non introduca clausole statutarie ad hoc.

In questo senso, la tutela degli stakeholder nelle B Corp è prevalentemente affidata a meccanismi reputazionali, di mercato e di soft law, piuttosto che a vincoli giuridici pubblici.

Anche i sistemi di controllo e sanzione riflettono questa differenza strutturale: infatti nel modello italiano, i controlli sono affidati alle autorità pubbliche e al sistema giudiziario, e le sanzioni possono avere effetti legali diretti; nel caso, invece, delle B Corp il controllo è esercitato esclusivamente da B Lab, e la principale conseguenza di una violazione degli standard è la sospensione o la revoca della certificazione, con un impatto prevalentemente reputazionale.

Un’ulteriore distinzione riguarda l’ambito territoriale.

La società benefit è un istituto nazionale, valido esclusivamente nell’ordinamento italiano, sebbene abbia ispirato modelli analoghi in altri Paesi europei.

La certificazione B Corp, al contrario, ha una portata globale ed è riconosciuta a livello internazionale, costituendo spesso uno strumento di posizionamento strategico sui mercati e di comunicazione verso investitori, consumatori e partner.

Di fatto, il rapporto tra i due modelli non è di alternatività, ma di possibile complementarità: molte imprese italiane, infatti, adottano la forma di Società Benefit per radicare giuridicamente la propria missione nell'ordinamento nazionale e, al contempo, ottengono la certificazione B Corp per aderire a uno standard internazionale di misurazione dell'impatto e rafforzare la propria credibilità sul piano globale

In sintesi, la Società Benefit italiana incide sulla struttura giuridica dell'impresa, modificando statuto, *governance* e responsabilità degli amministratori, mentre la B Corp incide soprattutto sul profilo organizzativo, reputazionale e misurativo, attraverso strumenti di valutazione standardizzati e comparabili⁴.

3. I rapporti con i criteri ESG e le direttive europee.

Per quanto attiene ai rapporti tra Società Benefit e criteri ESG⁵, è innanzitutto da premettere che – per quanto si tratti di concetti tra loro profondamente complementari rispetto alla sostenibilità di impresa – on sono di per sé sovrapponibili ma mantengono delle differenze strutturali e sostanziali.

Comprenderne il parallelo richiede di distinguere, preliminarmente ed in maniera chiara, tra dimensione giuridico-organizzativa e dimensione valutativa e di misurazione: la società benefit è innanzitutto una qualifica giuridica, ovvero - come ampiamente innanzi esposto - un modello di impresa che, accanto allo scopo di lucro, integra formalmente nel proprio statuto l'obiettivo di generare un beneficio comune. Assumere la forma di Società benefit è quindi una sì una scelta volontaria, ma giuridicamente vincolante, che incide sulla *governance* e sulle responsabilità degli amministratori.

Di converso, i criteri cosiddetti ESG, non costituiscono una forma giuridica né un modello societario, rappresentando un insieme di criteri di analisi e valutazione non finanziaria utilizzati per misurare come un'impresa gestisce i propri impatti e rischi in

⁴ Su B Corp e Società Benefit si v. P. DI CESARE – E. EZECHIELI, *“Un'impresa possibile. I nuovi modelli di business B Corp e Società Benefit per rigenerare noi e il nostro pianeta”*, Aboca Edizioni, 2022

⁵ In ordine alle principali normative in tema di criteri ESG, si elencano, tra le altre: CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive; ESRS – European Sustainability Reporting Standards, CSDDD – Corporate Sustainability Due Diligence Directive; SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation (Reg. UE 2019/2088); EU ETS – Emissions Trading System; CBAM – Carbon Border Adjustment Mechanism; IED – Industrial Emissions Directive.

tre ambiti fondamentali: ambientale (Environmental), sociale (Social) e di governance (Governance).

I criteri ESG sono nati principalmente nel contesto finanziario e degli investimenti sostenibili, con l'obiettivo di affiancare alle tradizionali analisi economico-finanziarie una valutazione più ampia della qualità e della sostenibilità del modello di business.

La differenza principale tra i due concetti risiede dunque nella loro natura: la Società Benefit opera sul piano del diritto societario e dell'organizzazione interna dell'impresa, in quanto modifica lo scopo sociale, introduce obblighi di rendicontazione e ridefinisce il bilanciamento tra interesse dei soci e interesse degli altri stakeholder; invece, i criteri ESG operano sul piano della misurazione e del giudizio esterno: non cambiano automaticamente lo statuto dell'azienda, ma servono a valutarne il comportamento e le performance secondo standard comparabili, spesso elaborati da agenzie di rating, investitori istituzionali o organismi internazionali.

Anche sul fronte degli obblighi emergono differenze rilevanti.

Se, infatti, la SB è soggetta, come visto, ad obblighi specifici previsti dalla Legge, in particolare la redazione della relazione di impatto, che deve descrivere obiettivi, azioni e risultati conseguiti in relazione al beneficio comune, nel caso del rispetto dei criteri ESG, essi non sono di per sé obbligatori per tutte le imprese, anche se negli ultimi anni – soprattutto in ambito europeo – gli obblighi di rendicontazione non finanziaria e di sostenibilità stanno diventando sempre più stringenti.

Di fatto, in molti casi, l'adozione di pratiche ESG nasce comunque da pressioni di mercato, degli investitori o della reputazione aziendale, più che da un vincolo giuridico diretto.

E' importante sottolineare che lo status di Società Benefit non garantisce automaticamente un elevato rating ESG: la valutazione ESG è sempre effettuata da soggetti terzi, con metodologie proprie, e si basa su risultati misurabili e confrontabili. Ad ogni buon conto, si rileva che entrambi gli strumenti contribuiscono a costruire fiducia e a differenziare l'impresa in un contesto economico sempre più attento alla responsabilità sociale e ambientale.

In conclusione, quindi, si può concludere che l'analogia tra Società Benefit ed ESG risiede nel fatto che entrambi rappresentano modalità complementari di integrazione della sostenibilità nel modello d'impresa: condividono finalità, valori e logiche di fondo,

pur operando su piani diversi – uno giuridico-organizzativo, l'altro valutativo e di misurazione⁶.

4. Società benefit e mercati finanziari, a che punto siamo.

Nel corso degli ultimi anni, le Società Benefit hanno iniziato ad attirare un interesse crescente anche da parte dei mercati finanziari, ponendo una questione centrale, ovvero: l'integrazione di obiettivi sociali e ambientali incide positivamente, negativamente o in modo neutro sulle performance borsistiche?

Dal punto di vista dei mercati azionari, il numero di SB effettivamente quotate è ancora limitato, soprattutto in Italia.

La maggior parte di esse si concentra nei segmenti dedicati alle piccole e medie imprese, come l'ex AIM Italia (attuale Euronext Growth Milan), dove la sostenibilità è spesso parte integrante della narrazione strategica rivolta agli investitori.

In questo contesto, le performance in Borsa delle società benefit non mostrano un andamento uniforme: non esiste cioè un "premio automatico" legato allo status di Benefit.

Tuttavia, analizzando i dati disponibili, emerge un elemento ricorrente: le Società Benefit tendono ad avere una maggiore resilienza nel medio-lungo periodo, soprattutto nei momenti di stress sistemico. Durante fasi di elevata incertezza – si pensi, ad esempio, alla crisi pandemica che ha portato una volatilità forte sui mercati – le imprese con una governance orientata alla sostenibilità e al lungo termine hanno spesso mostrato una tenuta migliore rispetto a società comparabili prive di una chiara strategia ESG.

Ciò non implica necessariamente dei rendimenti attesi più elevati in senso assoluto una minore sensibilità alla volatilità relativa dei mercati ed una, generale, maggiore fiducia da parte di una base stabile di investitori.

Dal punto di vista di analisi finanziaria, finanziario, diversi studi suggeriscono che le Società Benefit – e più in generale le imprese con un forte orientamento all'impatto – non massimizzano i risultati di breve periodo.

⁶ Su criteri ESG e dinamiche di impresa si v. tra gli altri R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di «governance» e nuove responsabilità*, il Mulino, 2021.

Indicatori come ROE o ROA possono risultare inferiori rispetto a quelli di imprese tradizionali, soprattutto perché una parte delle risorse viene reinvestita in iniziative ambientali, sociali o di miglioramento dei processi interni; tale scelta, può risultare penalizzante temporaneamente per la redditività, ma nel lungo periodo risulta premiante per rafforzare il posizionamento competitivo dell'impresa benefit sul mercato.

Andando a guardare poi i mercati internazionali, il discorso è analogo: alcune aziende quotate che si ispirano ai principi delle Società Benefit o che sono certificate B Corp hanno vissuto fasi di forte crescita sui mercati, cui sono seguite fasi di correzioni significative.

In questi casi, è evidente che la performance azionaria dipende molto più dal modello di business, dal settore e dalla fase di mercato che dallo status "benefit" in sé.

L'orientamento alla sostenibilità non immunizza l'azienda dai rischi tipici dei mercati finanziari, ma può incidere sulla qualità della *governance* e sulla capacità di attrarre capitali cosiddetti "pazienti".

Un aspetto rilevante è il cambiamento nella domanda degli investitori. I fondi istituzionali e una parte crescente del risparmio gestito guardano con favore alle società che integrano obiettivi ESG in modo strutturale.

In questo senso, lo status di Società Benefit può contribuire a ridurre il costo del capitale e ad aumentare l'appeal verso investitori orientati al lungo termine, anche se ciò non si traduce sempre in una sovra performance borsistica immediata.

In conclusione, quindi, le Società Benefit quotate non performano meglio "per definizione" sui mercati finanziari, ma mostrano alcune caratteristiche distintive: una maggiore attenzione al lungo periodo, una *governance* più strutturata, una relazione più stabile con gli stakeholder e, spesso, una minore esposizione a shock reputazionali o regolatori.

Tutto questo, per l'investitore si traduce in investimenti in società in sé più adatte a strategie di portafoglio sensibili ed orientate alla sostenibilità, alla creazione di valore nel tempo e alla ricerca di rendimenti più limpidi nel lungo periodo⁷.

⁷ In generale sulla tematica di società di capitali e mercati finanziari, si rimanda a P. MONTALENTI, *"Impresa, società di capitali, mercati finanziari"*, Giappichelli, 2017.

5. Quali prospettive per la diffusione del modello e la prima Benefit Competition italiana promossa da MIMIT ed Invitalia.

Da tutto quanto innanzi esposto, emerge con solare evidenza la portata potenzialmente dirompente di un modello societario che, di fatto, si propone di ripensare l'economia attuale basata sulla sola logica del profitto di stampo capitalista, per insistere su un paradigma che sia in grado di generare un impatto positivo sulla società civile nel suo complesso, in termini sia ambientali che sociali e di riduzione delle diseguaglianze complessivamente considerata.

Ed è in tale quadro sistemico che si innesta l'iniziativa promossa dal Ministero delle imprese e del made in Italy, in concerto con Invitalia S.p.A., ovvero la prima Benefit Competition in Italia.

Si tratta di progetto di certo pionieristico nel panorama italiano, che ha l'obiettivo primario di individuare e valorizzare le migliori esperienze imprenditoriali delle Società Benefit, offrendo loro una vetrina istituzionale di grande rilievo.

La competizione è stata concepita come un roadshow nazionale, strutturato in cinque tappe territoriali distribuite strategicamente lungo la penisola, che ha visto la prima tappa prendere il via da Milano, lo scorso 21 novembre; scelta, quella del capoluogo lombardo, non casuale, se si considera che la Lombardia è la regione con il maggior numero di Società Benefit in Italia, e con una concentrazione elevata di imprese che hanno adottato questo modello.

Tra le 10 imprese che si sono sfidate nello scenario del Palazzo della Regione Lombardia, vittoriosa è risultata una realtà aziendale ormai consolidata a livello nazionale e nello scenario "Benefit": Rifò s.r.l., società ormai leader nel settore del cashmere rigenerato e dell'economia circolare, in una realtà quale quella pratese che di certo ha necessità di implementare un modello di fashion più sostenibile a livello ambientale.

Rispettivamente al secondo e terzo posto le aziende Latteria Agricola San Pietro e DIASEN Certified B Corp.

La seconda tappa è attesa a Brindisi ed attualmente sono aperti i termini per le candidature delle prossime Società Benefit partecipanti.

In conclusione, l'attenzione istituzionale da parte del MIMIT e dell'inhouse Invitalia verso l'universo Benefit conferma l'importanza crescente di un modello che può

realmente porsi (ed imporsi) come alternativo nel panorama delle società di capitali orientate al solo profitto.

D'altronde, è, forse, la vera sfida del secolo cercare di smorzare e ridurre l'impatto dell'economia capitalista, rivolta al consumo sfrenato di beni ma anche di servizi e di trovare dei modelli che possano, invece, porsi come realmente alternativi, in termini di sostenibilità, attenzione all'impatto ambientale ma anche sociale, in un'ottica di riduzione di divari di genere e di diseguaglianze, e meno al profitto sfrenato a vantaggio di pochi e in spregio all'ambiente.