



AMF ITALIA

ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI  
MERCATI FINANZIARI

# Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione  
e approfondimento

Anno IV Numero 6/2026



# Quaderni AMF Italia

**Rivista di informazione e approfondimento**

Anno IV  
Numero 6 – 2026

## **Direzione**

**Marco Ventoruzzo** (direttore responsabile)\*

**Miriam Felici**

## **Comitato scientifico**

**Marco Ventoruzzo** (*Coordinatore*)

**Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi**

**Luisa Torchia - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener**

## **Comitato editoriale**

**Federico Riganti** (*Coordinatore*)

**Riccardo Canossa - Michele Corgatelli - Giulia Schneider - Francesco Petrocelli - Matilde Maria Troiani**

E-mail redazione: [rivista@amfitalia.org](mailto:rivista@amfitalia.org)

Progetto grafico a cura di [creative-farm.it](http://creative-farm.it)

---

*I Quaderni AMF Italia ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dell'Associazione.*

\* "Iscritto nell'Elenco Speciale dei Direttori Responsabili di periodici o riviste a carattere tecnico, professionale o scientifico annesso all'Albo dei Giornalisti della Lombardia (delibera del 24 aprile 2024)".

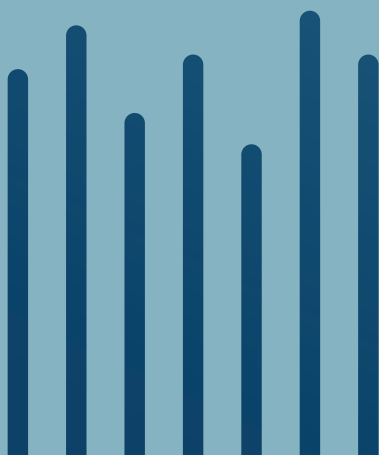
# Indice

<b>Novità regolamentari e giurisprudenziali</b>	<b>7</b>
<i>Alberto Claretta-Assandri, Giulia Ghiandai.</i> Prestiti dei FIA ai consumatori dopo AIFMD 2: genuino cambio di paradigma o promessa destinata a restare disattesa?	9
<i>Stefano Montalbetti.</i> Equity e finanziamento dell'impresa: la prassi tra autonomia negoziale e limiti legali.	12
<i>Antonio Di Ciommo.</i> Infrastrutture di mercato ed "EU Inc.": consolidamento e frammentazione della vigilanza sui mercati dei capitali.	15
<i>Alberto Claretta-Assandri, Elia Clarizia.</i> I fondi di credito tra innovazione europea e specificità italiana: opportunità e criticità di AIFMD2.	21
<i>Umberto Morera, Riccardo Bencini.</i> Sul legittimo rifiuto della banca di stipulare un contratto di conto corrente.	25
<i>Sara Cerrone.</i> Derivati. La nuova rotta tracciata dalla Corte di Cassazione verso una maggior certezza del diritto.	27
<b>Giurisprudenza</b>	<b>31</b>
Massime a cura di <i>Matilde Maria Troiani</i>	



A decorative graphic consisting of several thick, dark blue curved lines that originate from the left side of the page and curve towards the right, eventually becoming horizontal. The lines are layered, creating a sense of depth and movement.

## **Novità regolamentari e giurisprudenziali**





# Prestiti dei FIA ai consumatori dopo AIFMD 2: genuino cambio di paradigma o promessa destinata a restare disattesa?

di Alberto Claretta-Assandri<sup>1</sup>, Giulia Ghiandai<sup>2</sup>

Entro il prossimo 16 aprile 2026, gli Stati Membri saranno tenuti a completare il recepimento nei propri ordinamenti nazionali della Direttiva (UE) 2024/927, comunemente nota come AIFMD 2. Le molteplici finalità sottese al predetto intervento normativo trovano matrice in esigenze di armonizzazione nonché di ammodernamento della disciplina europea relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che gestiscono fondi di investimento alternativi (FIA) che concedono prestiti, al fine di prevenire (o meglio, sopperire a) fenomeni di *forum shopping* o situazioni di eccessiva frammentarietà del mercato unico dei capitali europeo.

In Italia, l'iter di recepimento della AIFMD 2 si è concluso con l'adozione del Decreto Legislativo n. 39 del 13 marzo 2026, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 72 del 27 marzo 2026. Le previsioni del decreto di recepimento sono entrate in vigore il giorno successivo la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale e si applicheranno a decorrere dal 16 aprile 2026. A CONSOB e Banca d'Italia è poi attribuito il compito di adottare, entro il 16 ottobre 2026, le relative disposizioni attuative di secondo livello.

Il presente contributo non intende passare in rassegna tutte le molteplici novità che la trasposizione di AIFMD 2 introdurrà a breve nel nostro ordinamento, ma piuttosto sviluppare una riflessione sulla prospettata (stante il tenore del decreto di recepimento diffuso) abrogazione del divieto per i FIA di credito (sia italiani che europei) di concedere prestiti a valere sul proprio patrimonio a favore di consumatori, in linea con la facoltà concessa dalla AIFMD 2.

Secondo i lavori preparatori che hanno accompagnato la bozza di decreto, questo deciso e completo *revirement* rispetto al regime previgente è volto, da un lato, ad aumentare la liquidità e stimolare la concorrenza nel mercato del credito al consumo e dall'altro, a ridurre la concentrazione del rischio creditizio nel sistema bancario.

Il legislatore, consapevole che da quest'apertura deriverà un inevitabile rischio di una maggiore esposizione a forme di credito non bancarie (ad es., rischi *misselling*, trasparenza e, più in generale, efficace vigilanza), ha rimesso alla disciplina secondaria 'stringente' il compito di introdurre adeguati presidi per garantire proporzionalità, trasparenza contrattuale e tutela della clientela.

## Il regime previgente

Senza pretese di esaustività, ai fini del presente contributo, è op-

portuno ripercorrere brevemente i tratti caratterizzanti la disciplina applicabile ai FIA di credito alla data in cui si scrive.

Come brevemente accennato, il testo attuale<sup>3</sup> dell'articolo 46-*bis* del Testo Unico della Finanza<sup>4</sup> (di seguito, **TUF**) prevede un divieto assoluto per i FIA di credito all'erogazione di finanziamenti in qualunque forma (ivi incluso nelle varie forme in cui si esplica il credito al consumo) nei confronti di soggetti che si qualificano come "consumatori" ai fini e per gli effetti della normativa consumeristica.

Una medesima preclusione è poi ribadita all'articolo seguente, il 46-*ter* del TUF, nei confronti dei FIA di diritto europeo che intendano, previo nulla osta di Banca d'Italia, erogare credito in Italia.

Le motivazioni sottese ad un approccio, sia concesso a chi scrive, così garantista sono risalenti ed affondano le proprie radici in un periodo temporale (ma anche economico-finanziario) in cui, da un lato, la normativa di settore per i GEFIA era forse effettivamente ad uno stadio troppo embrionale per garantire gli adeguati livelli di tutela e di affidabilità di cui le fasce più deboli delle clientela abbisognano; dall'altro, nell'esigenza di prevenire il fenomeno dello *shadow banking* in un momento in cui si riteneva che soltanto un ente strutturato come quello creditizio potesse garantire la (delicata) stabilità dei mercati finanziari, nonché la piena protezione dei relativi clienti (consumatori).

Del resto, una posizione simile era stata adottata anche dall'ESMA<sup>5</sup> che in uno dei suoi primi contributi<sup>6</sup> con focus sul tema della *loan origination* da parte di FIA, pur auspicando un intervento normativo strutturato ed armonizzato in materia, ribadiva la propria contrarietà all'ipotesi di consentire ai FIA di erogare credito diretto ai consumatori. L'esimente impiegata dal regolatore europeo era al tempo un'asserita potenziale contraddittorietà con la Direttiva 2008/48 sul credito al consumo o, più genericamente, l'assenza di una normativa di altro genere o derivazione che disciplinasse il rilascio di finanziamenti nei confronti di debitori persone fisiche.

Nonostante le raccomandazioni del *regulator*, complice probabilmente anche la crescente difficoltà di accesso da parte dei privati ai canali di finanziamento bancari e la progressiva introduzione di strumenti alternativi (quali i FIA di credito), nel corso dell'ultimo decennio si è assistito all'introduzione di deroghe, flessibilità regolamentari e *market practices* disomogenee nel mercato unico europeo che hanno spinto il legislatore unionale a rivedere completamente il precedente approccio.

<sup>1</sup> Avvocato, Head of Italy Funds & Financial Regulatory presso A&O Shearman.

<sup>2</sup> Avvocata, Senior Associate – Funds & Financial Regulatory presso A&O Shearman.

<sup>3</sup> La previsione in commento rimarrà applicabile sino alla data del 16 aprile 2026.

<sup>4</sup> Il riferimento è al Decreto Legislativo no. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato.

<sup>5</sup> Il riferimento è all'*European Securities and Markets Authority*.

<sup>6</sup> Si veda ESMA/2016/596, "Key principles for a European framework on loan origination by funds", 11 aprile 2016.

## Il regime della AIFMD 2 e l'attuazione italiana

La AIFMD 2 prevede dunque un regime facoltativo e discrezionale. Ove necessario per motivi imperativi di interesse pubblico, gli Stati Membri possono, in sede di recepimento della direttiva, introdurre (o mantenere, a seconda dei casi) il divieto alla concessione dei prestiti da parte di FIA a consumatori nel loro territorio.

L'Italia ha deciso di non esercitare la predetta opzione ed il decreto di recepimento, di recente pubblicato in Gazzetta Ufficiale, sopprime il divieto all'operatività diretta di FIA di credito nei confronti di consumatori.

La modifica ha quindi una portata potenzialmente strutturale, idonea ad aprire il mercato del credito italiano ad una categoria completamente nuova, ed eterogenea, di operatori finanziari. Sul punto, si deve infatti anche rammentare che a mente della nuova definizione di FIA che "concedono prestiti" formulata dalla AIFMD 2 (e trasposta nel TUF) per tali si devono intendere i FIA che svolgono l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, sia direttamente che indirettamente, tramite un terzo o una società veicolo, purché il FIA o il GEFIA che lo gestisce partecipino alla strutturazione del prestito o, quantomeno, delle sue caratteristiche principali.

Quello che, a parere di chi scrive, resta tutt'oggi poco chiaro è come si intenda operare il necessario raccordo tra la rinnovata disciplina dei FIA che concedono prestiti e la normativa posta a tutela dei diritti dei consumatori.

Facendosi infatti portavoce delle preoccupazioni già espresse in sede unionale dall'ESMA (per cui si rinvia a quanto precede), i considerando introduttivi della AIFMD 2 non mancano di rammentare che in ogni caso la concessione di prestiti da parte di FIA ai consumatori deve rimanere assoggettata ai "requisiti di altri strumenti del diritto dell'Unione applicabili ai prestiti ai consumatori, tra cui la direttiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio [...]".<sup>7</sup> Al netto di questo, il testo legislativo europeo sembra però scervo di previsioni precettistiche o comunque di norme *ad hoc* che consentano di individuare a monte quei requisiti o criteri cui il FIA (*rectius*, il relativo GEFIA) debba applicare e implementare nelle proprie prassi operative là dove il credito sia erogato nei confronti di un consumatore.

L'unico adeguamento richiesto nel caso che si discute riguarda infatti l'onere posto in capo al FIA di trattenere nel proprio portafoglio almeno il 5% del valore nozionale dei crediti eventualmente ceduti o trasferiti a terzi, che nel caso di finanziamenti erogati a consumatori deve essere trattenuto fino a scadenza del prestito, indipendentemente dal termine di *maturity*. Nella logica di prevenire fenomeni di azzardo morale, il maggior rigore richiesto in caso di, *lato sensu*, prestito al consumo ben si inquadra nelle misure di prevenzione e correzione di abusiva concessione del finanziamento o di erronea valutazione *ex ante* della meritevolezza del credito.

Nel momento in cui si scrive, il requisito che precede sembra in verità trasposto soltanto parzialmente dal decreto legislativo di recepimento. Il testo del nuovo articolo 46-*bis* TUF si limita infatti a prevedere l'obbligo di mantenere il 5% del valore nozionale dei crediti ceduti o trasferiti nel proprio portafoglio, ma non include menzione alcuna al periodo di tempo cui l'onere sarà applicabile né tantomeno alla diversa calibrazione di questo requisito a seconda della categoria di prenditori.

Starà quindi a Banca d'Italia, in sede di implementazione per il tramite della normativa di secondo livello, dettare le previsioni di dettaglio e, auspicabilmente, contribuire ad un perfetto allineamento con la previsione della AIFMD 2.

In assenza di ulteriori indicazioni di sistema, il legislatore nazionale ha poi operato un ulteriore raccordo tra la normativa in materia di FIA di credito e quella consumeristica estendendo il perimetro di applicazione soggettiva del Titolo VI del Testo Unico Bancario (TUB), e relative previsioni attuative, anche ai FIA che concedono prestiti. Quest'ultimi (tramite i GEFIA che li gestiscono) saranno pertanto chiamati a sostenere un notevole sforzo in termini di *compliance* regolamentare per adeguare le proprie prassi all'articolato reticolo di previsioni pre-contrattuali, contrattuali e di comunicazioni postulate dal sopra citato titolo del TUB.

A parere di chi scrive, è pertanto opportuno chiedersi se il corpus di requisiti di *compliance* e di trasparenza con cui i FIA di credito, e relativi GEFIA, dovranno familiarizzare di per sé non sarà un elemento fortemente disincentivante alla diffusione di FIA disposti a concedere prestiti nei confronti dei consumatori. Se infatti per un operatore di mercato italiano le previsioni del regolamento sulla trasparenza bancaria di Banca d'Italia ovvero in materia di comunicazioni periodiche o ancora ad evento (ad esempio, in caso di attivazione di *fallback ex* Articolo 118-*bis* del TUB) non saranno una novità in senso assoluto, per un operatore di diritto europeo che si affacci al mercato italiano in cerca di nuove opportunità di crescita la presenza di un regime domestico così strutturato potrebbe ragionevolmente porre non pochi ostacoli, complicando, nei fatti, l'accesso al mercato.

Sul punto, senza pretese di esaustività, si deve rammentare che il Titolo VI del TUB, come implementato da Banca d'Italia, si applica a qualunque intermediario bancario o finanziario (ed a breve anche a gestore del risparmio) che intenda prestare un servizio bancario (o di pagamento) nei confronti di clienti italiani, a prescindere dalla categoria dei clienti serviti (i.e. professionale piuttosto che al dettaglio) ovvero delle modalità operative del medesimo (tramite *branch* locale o in regime di libera prestazione dei servizi).

Stante quindi l'impianto normativo prospettato dal decreto di recepimento sembrerebbe che pur venendo meno il pre-requisito (nei fatti autorizzativo) di accesso al mercato rappresentato dal nulla osta preventivo di Banca d'Italia, i GEFIA di diritto europeo saranno comunque tenuti a fronteggiare attività di pregresso studio di mercato e *compliance* prima di poter avviare la propria operatività nei confronti di clientela italiana.

<sup>7</sup> Si veda il considerando no. 15 della AIFMD 2.

Oltre agli oneri di conformità, altro aspetto interessante da chiarire e che al momento non trova un puntuale riscontro nella normativa primaria è dato dalle modalità di adempimento degli oneri di trasparenza nel caso in cui il FIA di credito non conceda prestiti direttamente ma tramite un soggetto terzo. A mente di chi scrive, indipendentemente dal fatto che il terzo sia un soggetto giuridico autonomo e distinto, gli obblighi in capo al FIA (ed al relativo GEFIA) sono destinati ad incrementare ulteriormente arricchendosi anche dell'onere di vigilanza e monitoraggio circa le attività condotte dal terzo nel momento in cui prende contatto, interagisce e gestisce la relazione con il prestatore finale.

Ripercorrendo infatti lo schema tipico adottato da Banca d'Italia in contesti analoghi, ogniqualvolta in cui un soggetto vigilato si avvalga nella propria catena distributiva di altro soggetto la responsabilità del corretto adempimento degli oneri postulati da normativa permane comunque in capo al primo, che dovrà pertanto dotarsi di strumenti di monitoraggio ed intervento.

Occorrerà altresì interrogarsi su se e come si vorrà disciplinare l'accesso, da parte dei FIA di credito, a sistemi di archiviazione di dati e informazioni sui debiti nei confronti del sistema bancario e finanziario (si pensi, ad esempio, alla Centrale dei Rischi gestita dalla Banca d'Italia o agli equivalenti sistemi designati a intercettare esposizioni di minore rilevanza). Tale elemento pare di decisiva importanza al fine di garantire un ecosistema sano e integro che consenta a tutti gli operatori di poter scambiare agilmente informazioni. La sfida sarà per lo più tecnico-amministrativa, proponendo di creare un'infrastruttura agile e versatile, che permetta anche ad operatori esteri di accedervi senza onerose barriere all'ingresso.

Infine, tale apertura pone inevitabilmente sfide all'efficace azione

di vigilanza ed enforcement delle Autorità di Vigilanza europee. Se è vero, per un verso, che già oggi esistono regole e criteri di coordinamento e suddivisione di competenze, ci si chiede se queste regole, all'atto pratico, consentiranno di agire speditamente nel caso di strutture caratterizzate da elementi multi-giurisdizionali al fine di prevenire o gestire al meglio situazioni di rischio o violazioni del nuovo tessuto normativo.

## Conclusioni

In definitiva, il quadro che emerge dall'analisi delle disposizioni di recepimento restituisce un'immagine ambivalente. Da un lato, la caduta della barriera regolamentare del divieto alla concessione del credito nei confronti dei consumatori segna un indubbio avvicinamento dell'Italia ai modelli di mercato già sperimentati in altre giurisdizioni, dove i FIA operano da tempo come canale alternativo di finanziamento anche per i consumatori. Dall'altro, la sovrapposizione di obblighi di derivazione bancaria su soggetti la cui architettura organizzativa e operativa è concepita per finalità di gestione collettiva del risparmio – e non di intermediazione creditizia in senso stretto – genera un disallineamento funzionale che il solo intervento regolamentare di Banca d'Italia potrebbe non essere sufficiente a risolvere. Il rischio concreto è che la liberalizzazione, pur formalmente compiuta, resti sostanzialmente inattuata: un'opportunità di mercato sulla carta attraente ma nella pratica frenata da costi di adeguamento sproporzionati, incertezze interpretative irrisolte e un apparato di tutele pensato per intermediari di natura profondamente diversa. Sarà dunque il banco di prova dell'implementazione secondaria a determinare se ci si trovi dinanzi ad un genuino cambio di paradigma o, piuttosto, ad una promessa di apertura destinata a restare disattesa.

# Equity e finanziamento dell'impresa: la prassi tra autonomia negoziale e limiti legali

di Stefano Montalbetti<sup>1</sup>

## L'equity come strumento di finanziamento: evoluzione della funzione e limiti tradizionali

Negli ultimi anni, il ruolo dell'investimento in *equity* nelle operazioni di investimento – in particolare nei settori del *private equity* e del *venture capital* – ha registrato un'evoluzione significativa. L'ingresso dell'investitore nella compagine sociale non appare più funzionale esclusivamente alla partecipazione al rischio d'impresa e all'esercizio di prerogative di *governance*, ma tende sempre più frequentemente ad assumere una funzione anche – se non prevalentemente – di finanziamento dell'impresa.

Già in epoca antecedente, tanto la dottrina quanto la giurisprudenza si sono interrogate circa l'ammissibilità di partecipazioni aventi una funzione sostanzialmente finanziaria. Il dibattito si è incentrato, in particolare, sui limiti posti dal diritto societario italiano – tuttora persistenti – alla possibilità di riconoscere al socio finanziatore forme di restituzione dell'investimento tali da configurare una sostanziale immunità rispetto all'andamento economico dell'impresa. In altri termini, la questione riguardava la legittimità di assetti negoziali idonei ad attenuare o neutralizzare il rischio tipico dell'investimento in *equity*.

Il principale ostacolo è tradizionalmente individuato nel divieto del c.d. patto leonino, che – secondo un orientamento giurisprudenziale consolidato – sanziona le pattuizioni che comportino l'esclusione assoluta e costante di uno o più soci dalla partecipazione agli utili o alle perdite. A ciò si aggiunge il principio della c.d. equa valorizzazione, che limita l'autonomia statutaria nella predisposizione di meccanismi di *exit* caratterizzati da criteri di liquidazione sganciati dal valore di mercato della partecipazione, come invece richiesto dall'art. 2437-ter c.c. in materia di recesso.

Tale riflessione si inserisce in un più ampio contesto economico-istituzionale, in cui è ormai diffusamente avvertita – tanto a livello nazionale quanto europeo – l'esigenza di rafforzare i canali di finanziamento in *equity* delle imprese italiane, tradizionalmente connotate da una marcata dipendenza dal credito bancario. Le più recenti riforme in ambito societario e dei mercati finanziari, unitamente alle raccomandazioni provenienti dalle istituzioni dell'Unione Europea e ai principali *report* sulla competitività del sistema economico europeo, convergono nel sottolineare la necessità di favorire l'afflusso di capitale di rischio e di promuovere ecosistemi maggiormente attrattivi per investimenti da parte di fondi di *venture capital*, ritenuti più idonei a sostenere processi di crescita e innovazione.

Nonostante le aperture registratesi negli ultimi anni, il diritto societario italiano continua – quanto meno sulla carta – a presentare taluni vincoli strutturali che incidono sulla configurabilità di strumenti partecipativi dotati di elevata flessibilità, in particolare con riferimento ai meccanismi di *exit* e alla determinazione del valore di liquidazione.

Tale assetto può contribuire a ridurre l'attrattività del sistema per gli investitori internazionali, i quali tendono a privilegiare l'impiego di schemi contrattuali analoghi – o comunque assimilabili – a quelli utilizzati nei contesti giuridici di provenienza, in particolare quello statunitense. Ne consegue una fisiologica riluttanza ad operare all'interno di un ordinamento percepito come caratterizzato da un elevato grado di complessità normativa e culturale, che richiede l'elaborazione di soluzioni giuridiche idonee ad avvicinarsi, per quanto possibile, alle esigenze economiche degli investitori.

## L'autonomia privata e la conformazione dei diritti speciali nelle operazioni di investimento

In tale prospettiva, la questione centrale concerne l'individuazione dei limiti entro i quali l'autonomia privata possa legittimamente conformare l'assetto dei diritti partecipativi, incidendo anche su taluni principi cardine del diritto societario. Si tratta, in particolare, di verificare se, e a quali condizioni, sia consentito strutturare meccanismi statutari idonei a favorire l'afflusso di capitale di rischio nelle imprese italiane, mediante la previsione di strumenti di *exit* predeterminati, fondati su criteri di valorizzazione convenzionali concordati con il socio di controllo e operanti al verificarsi di determinati eventi, senza incorrere in violazioni di norme imperative tali da compromettere il risultato economico perseguito.

Con riferimento alle operazioni di *private equity*, si osserva con crescente frequenza il ricorso a strutture di finanziamento finalizzate a garantire un apporto di liquidità all'impresa, spesso funzionale alla realizzazione di operazioni straordinarie suscettibili di generare ritorni significativi. In tali contesti, non è infrequente che l'investitore richieda che una parte, generalmente marginale, delle somme concordate per il finanziamento complessivo dell'impresa entri nella casse sociali tramite un vero conferimento di *equity*, al fine di acquisire lo *status* di socio e, conseguentemente, accedere a diritti amministrativi e patrimoniali che non sarebbero riconosciuti in presenza di un mero rapporto creditizio. Pertanto, generalmente tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale all'uopo

<sup>1</sup> Dottorando presso il Dipartimento di Studi Giuridici dell'Università Bocconi.

deliberato, all'investitore/finanziatore viene attribuita una categoria speciale di azioni o quote, che prevede particolari diritti amministrativi e patrimoniali.

Sotto il profilo amministrativo, tali diritti si concretizzano, di regola, nella facoltà di designare componenti dell'organo amministrativo o, quantomeno, di nominare osservatori, nonché nell'attribuzione di diritti di veto su determinate operazioni rilevanti. In taluni casi, si giunge altresì alla previsione di meccanismi – comunemente denominati *step-in rights* – che consentono all'investitore, pur titolare di una partecipazione di minoranza, di assumere il controllo dell'impresa e di poter quindi nominare la maggioranza degli amministratori al verificarsi di specifici eventi (*trigger events*), generalmente riconducibili a situazioni di *default* dell'impresa o all'inadempimento, da parte del socio di controllo o degli amministratori da questi nominati, di obblighi contrattuali assunti nei confronti dell'investitore.

Sul versante patrimoniale, risultano ampiamente diffuse le clausole di *liquidation preference*, le quali attribuiscono all'investitore il diritto di percepire, in via prioritaria rispetto agli altri soci e fino a concorrenza di un importo predeterminato (solitamente pari al capitale investito maggiorato di un rendimento), distribuzioni di utili o proventi derivanti da eventi di liquidità, anche in misura non proporzionale al conferimento effettuato.

### L'intreccio tra investimento di equity e il rapporto di finanziamento

Non di rado, i diritti partecipativi cui si accennava sopra risultano modulati in funzione delle vicende relative al rimborso del finanziamento erogato alla società. Si assiste, in altri termini, a strutture negoziali nelle quali l'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali è strettamente correlato all'andamento del rapporto creditizio. Ad esempio, in presenza di rimborsi anticipati – eventualmente maggiorati rispetto all'importo dovuto – possono essere ridimensionati i privilegi patrimoniali connessi alla partecipazione dell'investitore.

Tali interrelazioni si accentuano nella fase di *exit*, ove i meccanismi di riscatto, recesso o esercizio di opzioni *call* e *put* risultano inevitabilmente condizionati alla restituzione integrale del finanziamento, comprensivo degli interessi pattuiti. L'investitore, infatti, difficilmente acconsentirà alla propria uscita dalla compagine sociale – con conseguente perdita dello *status* di socio e dei diritti connessi – in assenza del completo soddisfacimento delle proprie aspettative economiche. Quasi come se il possesso di una porzione del capitale sociale fungesse da “garanzia” per l'investitore di conseguire il ritorno economico auspicato dalla complessiva operazione di finanziamento.

Quanto precede evidenzia come la linea di demarcazione tra diritti partecipativi e diritti spettanti al medesimo soggetto in qualità di creditore risulti, nella prassi, particolarmente sfumata. A ciò si aggiunga che la documentazione contrattuale relativa al rapporto parasociale tra l'investitore, in qualità di socio, e gli altri soci tende a intrecciarsi con quella afferente al rapporto di finanziamento,

dando luogo a sistemi negoziali complessi nei quali le diverse discipline si richiamano reciprocamente.

Tale complessità emerge con particolare evidenza allorché tali previsioni debbano essere trasfuse nello statuto sociale. In tali ipotesi, il frequente rinvio a definizioni o metodologie di calcolo contenute in documenti esterni può risultare di non agevole recepimento, anche alla luce delle esigenze di chiarezza e determinatezza richieste in sede di redazione statutaria e del ruolo del notaio quale garante della legalità dell'atto.

### La temporaneità dell'investimento e l'evoluzione degli strumenti di exit

In questo contesto, la partecipazione al capitale dell'impresa finanziata assume pertanto, per sua natura, una connotazione temporanea. Il nostro ordinamento conosce diversi strumenti volti ad agevolare questa temporaneità, circostanza che ha indotto parte della dottrina a qualificare tali partecipazioni come partecipazioni a scopo di finanziamento.

Tra questi strumenti, un ruolo centrale è rivestito dal recesso, che, soprattutto a seguito della riforma del 2003, ha assunto anche una funzione orientata al disinvestimento. In tale prospettiva, la giurisprudenza ha, ad esempio, riconosciuto l'ammissibilità di ipotesi di recesso convenzionale *ad nutum* anche nelle società di capitali a tempo determinato, ai sensi dell'art. 2437, comma 4, c.c.

In questo filone, si è inserita anche la disciplina del riscatto azionario, introdotto con la citata riforma del diritto societario, nel solco delle disposizioni dettate dalle Direttive comunitarie in materia societaria, da cui sono poi sorte costruzioni dottrinali “atipiche” per assecondare l'autonomia privata, quali, ad esempio, le azioni “riscattande” o “redimibili”.

Più recentemente, la prassi ha sviluppato strumenti ancora più sofisticati, tra cui le partecipazioni auto-estinguibili, destinate a cessare al decorso di un termine o, più frequentemente, al verificarsi di determinati eventi qualificabili come condizioni risolutive del rapporto sociale, quali il conseguimento di una soglia predeterminata di proventi derivanti da distribuzioni o altri eventi di liquidità. Tali meccanismi risultano, peraltro, in linea con soluzioni già diffuse nell'ambito degli investimenti *retail* effettuati tramite piattaforme di *crowdfunding*, in particolare nel settore immobiliare. La funzione economica di tali strumenti è chiaramente riconducibile alla configurazione dell'*equity* quale strumento temporaneo di finanziamento, destinato a esaurire i propri effetti una volta soddisfatte le aspettative economiche delle parti. Si tratta di soluzioni che, pur in assenza di una disciplina normativa espressa, trovano crescente applicazione in operazioni complesse, soprattutto nel *private equity*, e che rappresentano un ulteriore sviluppo del processo di ibridazione tra capitale di rischio e capitale di debito. La meritevolezza degli interessi sottesi a tali strutture può essere individuata, da un lato, nell'esigenza dell'imprenditore di reperire risorse finanziarie temporanee funzionali alla realizzazione di specifiche operazioni e, dall'altro, nell'interesse dell'investitore a conseguire un rendimento predeterminato entro un orizzonte

temporale definito, assicurandosi un'uscita dall'investimento al raggiungimento di tale obiettivo. Tali strutture atipiche appaiono altresì funzionali a superare, sul piano strutturale, taluni limiti tradizionalmente ritenuti inderogabili nelle fattispecie di *exit*, quali, per l'appunto, il principio di equa valorizzazione e il divieto di patto leonino, senza tuttavia compromettere la *causa societatis*.

### Prassi di mercato, apertura statutaria e incertezza dell'*enforcement*

Alla luce delle considerazioni che precedono, emerge con chiarezza come le evoluzioni della prassi evidenzino una tendenza verso la strutturazione dell'*equity* in termini tali da incorporare elementi tipici del debito, quali la protezione del capitale, la previsione di un rendimento preferenziale e la programmazione dell'uscita in funzione della parallela dinamica del rapporto creditizio.

Tale fenomeno risente in maniera evidente dell'influenza dei modelli contrattuali e delle strutture partecipative sviluppate negli ordinamenti di *common law*, in particolare negli Stati Uniti, ove strumenti quali le *preferred stock* presentano caratteristiche economiche assimilabili, per taluni profili, a quelle tipicamente degli strumenti di debito.

In ragione del carattere ibrido di questi assetti negoziali e dell'intreccio tra disciplina dell'investimento e disciplina del finanziamento, tali pattuizioni trovano più agevolmente collocazione negli accordi parasociali, aventi efficacia tra le parti contraenti, tipicamente l'investitore/finanziatore e il socio o i soci di controllo.

Si registra tuttavia, in tempi recenti, una progressiva apertura verso l'inserimento di tali meccanismi anche nello statuto sociale, favorita da un approccio notarile maggiormente orientato alle esigenze del mercato. In tale contesto, si va affermando una tecnica redazionale che prevede l'inserimento nello statuto di una disciplina "di cornice", con rinvio per i profili economici di dettaglio a documenti esterni, al fine di coniugare esigenze di *enforcement* e riservatezza.

Resta tuttavia incerto se queste previsioni – anche ove formalizzate a livello statutario – siano effettivamente in grado di resistere al vaglio giurisdizionale in caso di contenzioso, soprattutto nella misura in cui attribuiscono allo strumento di *equity* caratteristiche tipiche del debito. L'assenza di risposte univoche a tale interrogativo incide negativamente sulla certezza giuridica, elemento essenziale per l'attrattività degli investimenti.

Ciò nondimeno, appare evidente la costante tendenza degli operatori del mercato – avvocati, *advisor* e notai – a elaborare soluzioni, anche particolarmente articolate, volte a soddisfare le esigenze degli investitori, in particolare di matrice internazionale.

Una risposta positiva, sul piano sistematico e giurisprudenziale, alle questioni sopra delineate risulterebbe, peraltro, funzionale anche a prevenire fenomeni di arbitraggio normativo, intesi come il ricorso strategico a ordinamenti giuridici alternativi al fine di beneficiare di regimi più favorevoli sotto il profilo giuridico e regolatorio.

# Infrastrutture di mercato ed “EU Inc.”: consolidamento e frammentazione della vigilanza sui mercati dei capitali

di Antonio Di Ciommo<sup>1</sup>

I Rapporti Letta e Draghi sono stati elaborati per individuare le cause della ridotta competitività europea e per orientare una nuova agenda di interventi di rimedio e diretta al recupero della capacità dell’Unione di competere con gli altri sistemi economici e industriali.

Tali documenti hanno ricondotto il declino del sistema economico e finanziario europeo a una pluralità di fattori strutturali, tra cui ha rilievo centrale la limitata capacità dei mercati dei capitali dell’Unione Europea di sostenere il finanziamento dell’economia reale.

Su tale base si colloca la nuova strategia della Commissione sulla «Savings and Investments Union», destinata a sostituire la precedente (e, tutto sommato, incompiuta) «Capital Markets Union».

La Comunicazione sulla SIU evidenzia espressamente che la frammentazione dei mercati dei capitali europei costituisce un ostacolo strutturale allo sviluppo del sistema e deve essere rimossa al fine di consentire un consolidamento a guida del mercato<sup>2</sup>.

In questa logica, la Commissione ha individuato, tra le linee di intervento, la riduzione degli oneri di recepimento e delle possibilità di “sovraregolamentazione” proponendo di utilizzare maggiormente il regolamento come strumento legislativo e di introdurre – questa sì, con aspetti di novità – strumenti di portata *trasversale* come il c.d. “ventottesimo regime giuridico”.

Si intende offrire, in sostanza, un quadro giuridico unitario che armonizzi al massimo possibile – tendendo più a sostituire che non davvero ad armonizzare – aspetti fondamentali del diritto di impresa degli Stati Membri con un diritto di impresa sostanzialmente europeo, intervenendo prioritariamente con uno strumento di diritto societario e far così convergere, auspicabilmente e di riflesso, i connessi profili fallimentari, giuslavoristici e tributari.

Sempre nella Comunicazione sulla SIU, la Commissione ha delineato un programma di interventi volto a migliorare l’interoperabilità, l’interconnessione e l’efficienza delle infrastrutture di negoziazione e post-negoziazione, anche mediante l’integrazione delle tecnologie emergenti – quali DLT e intelligenza artificiale – e l’adeguamento del quadro normativo alla struttura attuale dei mercati, caratterizzata dalla presenza di gruppi integrati di infrastrutture.

L’obiettivo è quello di riordinare il sistema delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di mercato e della vigilanza su di esse esercitata, assumendo che una maggiore armonizzazione – intesa anche come semplificazione – possa costituire uno strumento idoneo a stimolare la mobilitazione dei capitali<sup>3</sup>.

In questo contesto, la ridefinizione dell’architettura di vigilanza sulle infrastrutture attraverso cui il capitale circola si configura non soltanto come un intervento regolatorio, ma come uno strumento di indirizzo della mobilitazione del risparmio e, quindi, del finanziamento dell’economia europea<sup>4</sup>.

Pur essendo quest’ultimo intervento in piena coerenza con la strategia delineata dalla Commissione nella Comunicazione sulla SIU, non appare sufficiente.

Se è vero che l’armonizzazione delle (e l’elevazione della vigilanza sulle) sedi di negoziazione e infrastrutture di mercato migliora il lato della “offerta di capitale”, questo miglioramento appare solo parziale.

L’armonizzazione della disciplina che ha ad oggetto la “offerta di capitale”, infatti, manca di un intervento su un ulteriore profilo – apparentemente ignoto alla SIU – del lato dell’offerta di capitale che concerne proprio il procedimento di “accesso” al mercato degli emittenti, ovvero sia il procedimento di offerta al pubblico median-

<sup>1</sup> Dottore di Ricerca, Dipartimento di Giurisprudenza, Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”.

<sup>2</sup> In argomento, si v. inoltre quanto evidenziato da C. NOYER ET AL., *Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a savings and investments union*, relazione della DG Trésor al Ministère de l’Économie des Finances et de la Souveraineté, Industrielle, Énergétique et Numérique, aprile 2024; A. ARAMPATZI, R. CHRISTIE, J. EVRARD, L. PARISI, C. ROUVEYROL, F. VAN OVERBEEK, *Capital markets union: a deep dive*, in ECB Occasional Paper Series, n. 369, 2025, reperibile al seguente link: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op369-246a103ed8.en.pdf>; D. HOWARTH, L. QUAGLIA, *From Capital Markets Union to Savings and Investments Union: Why the EU keeps changing the story on financial integration*, in *Journal of Common Market Studies*, 15 gennaio 2026, reperibile al seguente link: <https://jcms.ideasonline.eu/2026/01/15/from-capital-markets-union-to-savings-and-investments-union-why-the-eu-keeps-changing-the-story-on-financial-integration/>; L. KASKARELIS, A.G. KUND, M. SKRUTKOWSKI, J. SOLÉ, *Capital markets union redux: towards a deeper and more accessible savings and investments union*, in *European Stability Mechanism Discussion Paper Series*, fasc. n. 25/2024, maggio 2025, p. 67, reperibile al seguente link: <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/2025-05/DP%2025%20CMU.pdf>; E. MCCAUL, *The art and science of good supervision*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 101, 2024, p. 85 ss.

<sup>3</sup> Il carattere latamente *interventista* di tale impostazione emerge dai dati finanziari richiamati dalla Commissione: circa 10.000 miliardi di euro di risparmi retail restano detenuti nell’Unione in forma di depositi bancari e, secondo le stime della BCE, fino a 8.000 miliardi potrebbero essere reindirizzati verso investimenti di mercato, per un flusso potenziale di circa 350 miliardi annui.

<sup>4</sup> Sullo sviluppo e la convergenza della vigilanza, cfr. M. LAMANDINI, R. D’AMBROSIO, *Uno sguardo al futuro dell’architettura di vigilanza europea (tra CMU e progetti di riforma del SE-VIF)*, in *Quaderni Giuridici*, n. 21, 2022, p. 117 ss.; C. BRESCIA MORRA, *L’età della delegificazione: il TUB e il TUF*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 100, 2024, 109 ss.; J. CARMASSI, O. DUMORA LEMAIRE, J. EVRARD, Z. GATI, C. MILEA, L. PARISI, C. ROUVEYROL, A. SPOLAORE, *One market, one supervision - Rethinking the supervisory landscape for a truly integrated capital market in Europe*, in ECB Occasional Paper Series, n. 383, 2026; D. FROMAGE (a cura di), *EU financial integration since the Great Financial Crisis: Consequences for EU and national authorities*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 102, 2024; L. ENRIQUES, *Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari*, in *Quaderni Giuridici*, n. 21, 2022, 109 ss.; M. PERASSI, *L’assetto del sistema delle fonti: interferenze tra regole statali ed europee nel diritto vivente*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 100, 2024, 43 ss.

te la pubblicazione del prospetto approvato dalla Vigilanza<sup>5</sup>.

## 1. La proposta del 4 dicembre 2025 e la persistente disorganicità nella visione riformatrice della Commissione

In esito a quanto delineato nella Comunicazione sulla SIU, la Commissione ha proposto con la COM(2025) 943 del 4 dicembre 2025<sup>6</sup> una prima poderosa proposta di riforma in cui si interviene, tra le varie materie, per trasferire all’ESMA poteri di vigilanza diretta sulle infrastrutture di mercato «significative».

Le proposte di cui alla COM(2025) 943 prendono le mosse dalla constatazione che, nonostante l’armonizzazione della normativa di settore e i regimi di c.d. “passaporto”, persistono differenze negli approcci di vigilanza, nelle prassi amministrative e, più in generale, nell’attuazione delle regole europee a livello nazionale che producono frammentazione, costi aggiuntivi, ritardi e incertezze che frenano i gestori di sedi e infrastrutture di mercato a operare su base transfrontaliera.

La comunicazione precisa che tali ostacoli colpiscono in particolare tre settori essenziali per il corretto funzionamento dei mercati dei capitali dell’Unione: negoziazione, post-negoziazione e gestione patrimoniale. Si rileva nella comunicazione, poi, che le divergenze regolatorie e di vigilanza frenano l’adozione di tecnologie di nuova generazione, come DLT e tokenizzazione.

In sostanza, il problema dell’integrazione dei mercati e delle relative infrastrutture viene affrontato anche riallocando i poteri di vigilanza da un livello nazionale al livello europeo<sup>7</sup>.

Per le sedi di negoziazione, la Commissione propone di modificare il MiFIR conferendo all’ESMA la competenza sulle sedi di negoziazione che, per dimensione o quantità di transazioni avvenute su base transfrontaliera, assumono importanza per il buon funzionamento dei mercati dell’intera Unione.

La “significatività” è ancorata a criteri oggettivi, imperniati sul rapporto tra volume delle negoziazioni effettuate dalla sede, o dal gruppo cui essa appartiene, e volume complessivo delle negoziazioni nell’Unione in specifiche classi di strumenti finanziari, con

soglia del 5 per cento per almeno una delle principali categorie considerate.

Alla rilevanza quantitativa si accompagna poi la dimensione transfrontaliera, desumibile dall’inserimento della sede di negoziazione in gruppi di imprese che comprendano ulteriori sedi di negoziazione, CSD o CCP autorizzate da e operanti in altri Stati Membri.

L’ESMA è chiamata a verificare la ricorrenza dei requisiti, a mantenere aggiornato l’elenco delle sedi significative e a monitorare nel tempo il permanere delle condizioni di assoggettamento alla sua vigilanza *diretta*.

L’individuazione della sede o infrastruttura di mercato come «significativa» è, in base a quanto emerge dalla proposta, il presupposto giuridico che determina la competenza dell’ESMA (o, in negativo, delle autorità nazionali) a esercitare la vigilanza sul relativo gestore e, dunque, sulla gestione da questi condotta (ossia, l’approvazione del regolamento di funzionamento, l’organizzazione interna e il governo societario che caratterizza il singolo gestore)<sup>8</sup>.

Il raccordo con le autorità nazionali non scompare, ma è ridefinito entro una struttura gerarchica diversa, nella quale l’ESMA viene posta al centro assumendo la titolarità della funzione di vigilanza su sedi, infrastrutture e relativi gestori e l’autorità nazionale resta essenziale per l’attuazione, per lo scambio informativo e per taluni specifici profili di vigilanza legati all’ordinamento nazionale entro cui ciascun gestore opera (per es., offrire consulenza e conoscenze tecniche per quanto riguarda i profili di diritto societario che caratterizzano la governance dei singoli gestori individuati come significativi affinché l’ESMA possa poi esercitare i propri poteri di vigilanza nei loro confronti).

In questa prospettiva, il trasferimento di poteri sulle infrastrutture significative costituisce di per sé uno strumento di governo – sia pure indiretto – dell’economia (o, quantomeno, di un settore essenziale del sistema economico): l’Unione *sceglie* di vigilare su quelle infrastrutture presenti nel territorio di uno Stato Membro che, per dimensione delle attività o delle masse ivi negoziate e transanti, hanno un impatto su tutto il (o gran parte del) sistema finanziario continentale in termini di

<sup>5</sup> In argomento, si v. S. ALVARO, R. LENER, P. LUCANTONI (a cura di), *The Prospectus Regulation. The long and winding road*, in *Quaderni Giuridici*, n. 22, 2022 e P. LUCANTONI, *L’informazione da prospetto*, Milano, 2020.

<sup>6</sup> Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) 1095/2010, (UE) 648/2012, (UE) 600/2014, (UE) 909/2014, (UE) 2015/2365, (UE) 2019/1156, (UE) 2021/23, (UE) 2022/858.

<sup>7</sup> Da ciò discende la scelta di rafforzare conseguentemente il mandato, la *governance* e il finanziamento dell’ESMA e di attribuirle poteri diretti su determinati soggetti ritenuti strategici.

<sup>8</sup> La proposta chiarisce anche che il mutamento di competenze dalle autorità nazionali all’ESMA deve avvenire secondo una scansione ordinata, con piani di transizione e applicazione differita delle nuove disposizioni, così da garantire continuità di gestione per il gestore e di esercizio della vigilanza tra le autorità. Cfr. le proposte del nuovo art. 38-*septies-ter*, parr. 1 e 2 del MiFIR («1. Ai fini dell’articolo 38-*septies bis*, paragrafo 1, una sede di negoziazione è considerata importante per l’economia dell’Unione se il rapporto tra il volume delle negoziazioni in tale sede di negoziazione o, se la sede di negoziazione fa parte di un gruppo, il volume aggregato delle negoziazioni a livello di gruppo e il volume totale delle negoziazioni nelle sedi di negoziazione dell’Unione è pari o superiore al 5 % per una delle seguenti categorie di strumenti finanziari: (a) azioni; (b) fondi indicizzati quotati; (c) obbligazioni; (d) derivati relativi a uno dei seguenti elementi: i) azioni; ii) crediti; iii) tassi d’interesse; iv) valute; o v) merci. 2. Ai fini dell’articolo 38-*septies bis*, paragrafo 1, si considera che una sede di negoziazione ha una dimensione transfrontaliera significativa quando soddisfa almeno una delle condizioni seguenti: (a) la sede di negoziazione fa parte di un gruppo che comprende almeno una delle seguenti imprese autorizzate a operare in uno Stato membro diverso dallo Stato membro in cui tale sede di negoziazione è situata o gestita: i) un’altra sede di negoziazione; ii) un CSD; o iii) una CCP; (b) per le categorie di strumenti finanziari di cui al paragrafo 1, lettere a), b) e c), il rapporto tra il volume delle negoziazioni, nella sede di negoziazione, negli strumenti finanziari per i quali l’autorità competente del mercato più rilevante di cui all’articolo 26 è diversa dall’autorità competente della sede di negoziazione e il volume totale delle negoziazioni in tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla stessa categoria in tale sede di negoziazione è pari o superiore al 50 %; (c) per le categorie di strumenti finanziari di cui al paragrafo 1, lettera d), il rapporto tra il numero di operazioni in tale sede di negoziazione sugli strumenti finanziari per i quali almeno una delle controparti dell’operazione è situata in uno Stato membro diverso da quello in cui la sede di negoziazione è situata o gestita e il numero totale di operazioni su tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla stessa categoria in tale sede di negoziazione è pari o superiore al 50 %») e del nuovo art. 11 del CSDR («Un CSD è considerato significativo se soddisfa almeno una delle condizioni seguenti: (a) soddisfa i criteri di cui all’articolo 11 bis, paragrafo 1; (b) appartiene allo stesso gruppo di almeno uno dei seguenti soggetti: i) un CSD stabilito nel territorio di un altro Stato membro; ii) un CSD, una CCP o una sede di negoziazione per i quali l’ESMA è l’autorità competente; (c) opera un sistema di regolamento titoli disciplinato dal diritto di uno Stato membro diverso da quello in cui la persona giuridica è stabilita, purché tale sistema sia stato designato a norma dell’articolo 3 del [regolamento (UE).../... sul carattere definitivo del regolamento]; (d) lo Stato membro in cui è stabilito il CSD ha designato l’ESMA quale autorità competente a norma dell’articolo 10, paragrafo 2, se tale designazione si applica a tale CSD»).

stabilità, liquidità e buon andamento delle negoziazioni.

Il medesimo paradigma si ritrova, in forma forse ancora più articolata, negli interventi aventi ad oggetto le CCP significative<sup>9</sup>.

Perciò, in quanto essenziali per il buon funzionamento e la regolarità delle transazioni di tutti gli (o gran parte degli) intermediari dell'Unione (e, in ultima analisi, degli investitori dell'intera Unione), devono essere vigilati a livello sovranazionale allo scopo di garantire una interpretazione e applicazione delle norme e un esercizio della vigilanza quanto più uniforme, così da favorire una miglior concorrenza tra di esse, superando – è questa l'ambizione – le incertezze e le divergenze interpretative (oltre che di atteggiamento) conseguenti alla frammentazione della funzione di vigilanza (che viene oggi esercitata da ventisette autorità nazionali diverse su un numero piuttosto esiguo di soggetti e sistemi<sup>10</sup>).

Questa tendenza all'armonizzazione *forte* (anche se forse non ancora proprio *massima*) e, in parte, all'accentramento si estende anche alla materia del *post-trade*: con la contemporanea COM(2025) 941, la Commissione propone di sostituire la direttiva 98/26/CE (*“Settlement Finality Directive”* o SFD) con un regolamento (il futuro *“SFR”*) allo scopo sia di aggiornare la disciplina estendendola alle nuove infrastrutture DLT<sup>11</sup> sia con la speranza – almeno in parte apparentemente malriposta – di eliminare le divergenze interpretative e applicative che sarebbero derivate dalla trasposizione nazionale della direttiva<sup>12</sup>.

## 2. Tecniche legislative a confronto: tra il Listing Act precedente, le proposte del 4 dicembre 2025 e la recentissima proposta sul ventottesimo ordinamento (al momento solo societario)

La ricostruzione sin qui svolta consente di cogliere al momento un dato di fondo: il legislatore europeo, nel perseguire l'obiettivo di rafforzare i mercati dei capitali, ha progressivamente fatto ricorso a tecniche giuridiche differenziate che lungo un *continuum* che va dall'accentramento dei poteri pubblici alla mera armonizzazione regolatoria, fino alla conformazione del diritto privato societario.

Tuttavia, proprio il confronto tra tali tecniche evidenzia una significativa disomogeneità nel grado di integrazione perseguito, che si traduce in un'apparente contraddizione tra gli interventi relativi alle infrastrutture di mercato e quelli relativi all'accesso delle imprese al mercato.

Nell'ambito della ormai incompiuta *Capital Markets Union*, e in particolare dell'*Action Plan* del 2020, il legislatore europeo ha adottato nel 2024 il c.d. *“Listing Act”*, composto dal regolamento (UE) 2024/2809 e dalle direttive (UE) 2024/2810 e 2024/2811.

Questi interventi sono stati adottati con l'obiettivo dichiarato di ridurre i costi, le rigidità e gli ostacoli che rendevano meno attrattivo l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali. Il Listing Act si colloca chiaramente sul versante del mercato primario e mira a correggere alcune disfunzioni che incidono sulla capacità delle imprese – in particolare di piccole e medie dimensioni – di accedere alla quotazione e di raccogliere capitale mediante offerta al pubblico.

Nel Listing Act, infatti, il legislatore non interviene sul riparto delle competenze tra livello nazionale ed europeo, né prevede forme di accentramento della funzione autorizzativa. Al contrario, l'intervento si sviluppa attraverso strumenti di semplificazione e di armonizzazione del contenuto e del procedimento relativo al pro-

<sup>9</sup> La proposta interviene sull'EMIR prevedendo, infatti, che l'ESMA diventi autorità competente per le controparti centrali che superano determinate soglie di rilevanza. I criteri richiamati nella proposta riguardano, tra l'altro, l'ammontare medio delle posizioni aperte, il nozionale lordo dei derivati OTC compensati, la media aggregata del margine iniziale e dei contributi al *default fund*, nonché l'appartenenza a gruppi comprendenti altre infrastrutture già sottoposte alla vigilanza europea. Anche qui la significatività va periodicamente verificata e pubblicata. Particolarmente indicativo è il raccordo istituzionale: la vigilanza europea si esercita in cooperazione con le autorità nazionali dello Stato Membro in cui ha sede il gestore, con le autorità di altri Stati Membri i cui partecipanti contribuiscono maggiormente al finanziamento dei fondi di default, con le autorità delle sedi di negoziazione servite, con quelle dei CSD collegati e con le banche centrali di emissione, inclusa la BCE per le CCP in euro. Non viene eliminato il pluralismo amministrativo, ma viene riordinato ponendo al centro il ruolo dell'ESMA e il ruolo di supporto delle autorità nazionali in quanto autorità maggiormente vicine (in una ottica di sostanziale applicazione del principio di sussidiarietà nella disciplina settoriale). Cfr. art. 22-*bis* EMIR proposto dalla COM(2025) 941: «Una CCP è considerata significativa se soddisfa almeno una delle condizioni seguenti: (a) la media delle posizioni aperte delle operazioni su titoli, comprese le operazioni di finanziamento tramite titoli, i derivati negoziati in borsa o gli strumenti non finanziari compensati dalla CCP nel corso di un periodo di un anno prima della valutazione, è superiore a 100 miliardi di EUR; (b) la media del nozionale lordo in essere delle operazioni in derivati OTC compensate dalla CCP nel corso di un periodo di un anno prima della valutazione è superiore a 500 miliardi di EUR; (c) la media aggregata del requisito di margine iniziale e dei contributi al fondo di garanzia in caso di inadempimento per i conti detenuti dai partecipanti diretti della CCP, calcolata su base netta a livello di conto dei partecipanti diretti nel corso di un periodo di un anno prima della valutazione, è superiore a 25 miliardi di EUR; (d) appartiene allo stesso gruppo di uno dei seguenti soggetti: i) una CCP autorizzata a norma dell'articolo 14 o una CCP di classe 2; ii) un CSD o una sede di negoziazione per i quali l'ESMA è l'autorità competente; (e) lo Stato membro in cui è stabilita la CCP ha designato l'ESMA quale autorità competente della CCP a norma dell'articolo 22, paragrafo 1 *bis*, se tale designazione si applica a tale CCP».

<sup>10</sup> Si noti, infatti, che attualmente sono censite presso l'ESMA n. 14 CCP autorizzate nell'Unione Europea (cfr. l'elenco pubblicato al seguente link: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps\\_authorized\\_under\\_emir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorized_under_emir.pdf)), n. 40 CCP di Paesi terzi riconosciute ai fini della prestazione di servizi nell'Unione (cfr. l'elenco pubblicato al seguente link: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country\\_ccps\\_recognised\\_under\\_emir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf)), e n. 57 sistemi di regolamento titoli (ossia l'insieme di CSD e CCP designati come tali ai sensi delle norme nazionali di recepimento della SFD. Cfr. il documento reperibile al seguente link: [https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.esma.europa.eu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Flibrary%2Fsfid\\_designated\\_authorities\\_and\\_systems.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK](https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.esma.europa.eu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Flibrary%2Fsfid_designated_authorities_and_systems.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK)).

<sup>11</sup> Quanto alla proposta di estendere la regola della definitività degli ordini, se è vero che sotto un profilo tecnico le infrastrutture DLT non avevano bisogno di una simile disciplina per lo stesso funzionamento tecnico delle DLT (in quanto le transazioni, una volta avvenute sul registro distribuito, non potrebbero essere alterate o cancellate), è anche vero che le caratteristiche tecniche che assicuravano la definitività di fatto delle transazioni su di una DLT necessitavano di una espresa legittimazione normativa allo scopo di fugare ogni dubbio. Dubbi che, peraltro, possono essere particolarmente gravi in punto di determinazione della definitività – giuridica – degli ordini eseguiti, per es., da o verso soggetti dichiarati insolventi oppure trasferimenti da o verso parti sprovviste del potere a compiere detto ordine.

<sup>12</sup> Ciò, in quanto secondo la Commissione le divergenze nate attorno all'interpretazione della SFD hanno prodotto incertezza giuridica, ostacolato l'integrazione di mercato e inibito le transazioni transfrontaliere; segnala inoltre che l'impatto delle nuove tecnologie e la ridotta armonizzazione in alcune aree hanno generato costi aggiuntivi per gli operatori. La *“conversione”* della SFD in regolamento mira quindi a garantire applicazione uniforme, certezza del diritto, neutralità tecnologica rispetto alla DLT e maggiore interoperabilità tra sistemi. Anche in questo caso, tuttavia, la soluzione non coincide con un trasferimento totale di competenze all'ESMA: i sistemi restano designati dalle autorità dello Stato la cui legge governa il sistema, ma sulla base di condizioni uniformi, procedure armonizzate, obblighi di cooperazione e pubblicazione centralizzata delle informazioni da parte dell'ESMA. L'approccio seguito per la proposta di SFR è quella di un modello intermedio, nel quale la centralizzazione informativa e la standardizzazione procedurale riducono la frammentazione senza cancellare la rilevanza dell'autorità nazionale nel suo ruolo di soggetto più *“vicino”*, almeno sotto il profilo giuridico, al gestore del sistema da designarsi e, dunque, di soggetto dotato di specifica competenza per quanto riguarda gli aspetti di diritto nazionale rilevanti ai fini di un corretto esercizio dei poteri di vigilanza.

spetto di offerta<sup>13</sup>.

L’approvazione del prospetto continua a essere rimessa all’autorità competente dello Stato Membro di origine dell’emittente, secondo la logica del mutuo riconoscimento e del passaporto.

Le norme del Listing Act sono intervenute, dunque, solo sul modo in cui il potere deve essere esercitato dalle autorità nazionali, ma non sulla sua titolarità di siffatto potere<sup>14</sup>: nel Listing Act si è preferito un approccio diretto all’armonizzazione sostanziale volto alla rimozione di specifici ostacoli regolatori, non alla centralizzazione (o, comunque, elevazione a un livello superiore) del potere pubblico di “governo” del settore finanziario (e, nella specie, del potere di “gatekeeping” con cui si consente o nega alle imprese che si candidano a diventare *emittenti* l’accesso alle risorse reperibili presso il pubblico dei risparmiatori).

Il baricentro del procedimento di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto d’offerta (e, dunque, di autorizzazione all’esercizio di un emittente della propria facoltà di “*accedere al mercato*”) è rimasto invariato.

Le proposte del 4 dicembre 2025 sembravano evidenziare un superamento di tale approccio e una presa d’atto del fatto che il problema nella normativa settore fosse la frammentazione della vigilanza (e, dunque, delle interpretazioni alle norme, non solo la frammentazione delle fonti normative), posto comunque che un riordino normativo è condizione necessaria, ma non sufficiente, per la mobilitazione dei capitali<sup>15</sup>.

E, tuttavia, questa impressione è stata velocemente smentita. Infatti, più di recente, la Commissione ha riproposto – in apparente contraddizione con quanto proposto il 4 dicembre scorso – la stessa tecnica legislativa del Listing Act (lo si ricorda, adottato nell’ambito della fase finale della CMU prima della sostituzione con la SIU) il 18 marzo 2026 con la proposta di regolamento di cui alla COM(2026) 321 final sulla c.d. “EU Inc.”.

Con quest’ultima proposta legislativa, la Commissione intende introdurre un tipo societario europeo opzionale, caratterizzato da un elevato grado di armonizzazione e da una forte vocazione digitale, destinato principalmente – si legge nella proposta – a imprese in fase di *start-up* o di c.d. “*scale-up*”.

L’intervento si colloca su un piano ancora più a monte rispetto al Listing Act, poiché incide sulla forma giuridica dell’impresa e sui suoi assetti organizzativi interni.

La proposta di cui alla COM(2026) 321 final mira a ridurre

<sup>13</sup> In particolare, il regolamento (UE) 2024/2809 accentua la standardizzazione del prospetto, riduce la complessità informativa, introduce modelli più sintetici e comparabili e impone termini più stringenti per l’esame da parte delle autorità competenti. Esso prevede inoltre meccanismi di monitoraggio della durata dei procedimenti autorizzativi, attribuendo all’ESMA il compito di raccogliere e pubblicare dati aggregati sul rispetto dei termini da parte delle autorità nazionali. Analogamente, la disciplina affida alla Commissione il potere di adottare atti delegati per definire il formato e la sequenza standardizzata dei documenti che compongono il prospetto, nonché per precisare aspetti procedurali rilevanti ai fini della convergenza delle prassi di vigilanza.

<sup>14</sup> La medesima impostazione *politica*, sebbene su profili diversi, emerge anche nelle direttive (UE) 2024/2810 e 2024/2811. La prima introduce una disciplina armonizzata delle strutture con azioni a voto plurimo per le società che intendono accedere ai mercati di crescita per le PMI, con l’obiettivo di ridurre uno dei principali ostacoli alla quotazione, ossia il timore dei fondatori di perdere il controllo societario. La seconda interviene, tra l’altro, sul regime dei servizi di ricerca in materia di investimenti, eliminando alcune restrizioni che avevano contribuito a ridurre la copertura analitica degli emittenti, soprattutto di minori dimensioni, e incidendo così indirettamente sulla loro visibilità e capacità di attrarre investitori.

<sup>15</sup> Cfr. K. LANNOO, A. THOMADAKIS, J. ARNAL, *Staying ahead of the curve: Shaping EU financial sector policy under von der Leyen II, Task Force Report*, Centre for European Policy Studies, European Capital Markets Institute and European Credit Research Institute, Brussels, 2024, reperibile al seguente link <https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2024/09/VWEB-TF-Report-FM-2024-Formatted-2.pdf>. Quanto alle condizioni economiche perché gli emittenti (*recte*, i candidati emittenti) possano decidere di proporsi sul mercato e attraggano capitali dagli investitori, cfr. M. PAGANO, F. PANETTA, L. ZINGALES, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, in *The Journal of Finance*, fasc. 1/1998, p. 27-64).

i costi e la complessità derivanti dalla frammentazione dei diritti societari nazionali, offrendo un modello societario uniforme per la costituzione, il funzionamento e la circolazione delle partecipazioni. Essa interviene, dunque, sugli attori – o, meglio, su una categoria di attori – del mercato, piuttosto che sul mercato stesso.

Tuttavia, anche in questo caso, l’efficacia dello strumento deve essere valutata alla luce della natura dei problemi che si intendono risolvere.

Gli ordinamenti societari nazionali non costituiscono semplicemente varianti tecniche di un modello astratto di impresa collettiva, ma riflettono concezioni giuridiche radicate e differenziate dell’impresa e dei rapporti tra soci, organi e terzi.

L’introduzione di un tipo societario europeo parallelo ai modelli nazionali rischia, pertanto, di generare una ulteriore stratificazione normativa, piuttosto che una effettiva semplificazione.

Soprattutto, la proposta di “EU Inc.”, in quanto tale, non incide sui rapporti esterni dell’impresa, che costituiscono il vero terreno della frammentazione rilevante ai fini dell’accesso al mercato delle nuove imprese.

Frammentazione che, ponendo freni alla competitività del mercato europeo, alla competizione transfrontaliera delle imprese e, dunque, allo sviluppo e alla crescita delle imprese europee, risulterebbe la priorità principale di questa proposta secondo quanto dichiarato dalla Commissione.

E, tuttavia, questo assunto si scontra con l’evidenza che, se di diritto di impresa debba parlarsi, le difficoltà del fare impresa in via transfrontaliera non derivano primariamente dalla disciplina dei rapporti interni alla società, ma dalla pluralità di regole che governano i rapporti con i terzi – investitori, creditori, lavoratori, consumatori – e con le autorità pubbliche, in particolare quelle fiscali, amministrative e di vigilanza.

Per converso, nei rapporti interni dell’impresa – e, dunque, nei rapporti tra soci o della società con potenziali nuovi soci provenienti da altri Stati Membri – è vero che l’assenza di un tipo societario unico può comportare una maggiore difficoltà nel reperire capitali in quanto le divergenze tra tipi societari esistenti nei singoli Stati Membri possono rendere più difficile il *dialogo* tra parti che conoscono e provengono da ordinamenti diversi e, dunque, la necessità di raggiungere la reciproca comprensione su quali diritti e obblighi assumono le parti con la sottoscrizione dell’investimento.

E, tuttavia, l’Unione Europea non è l’unica potenza economi-

ca con ordinamenti societari frammentati, considerato che una simile esperienza è ampiamente consolidata negli ordinamenti federali e semi-federali di stampo anglosassone (e, in particolare, l'ordinamento statunitense in cui convivono cinquanta ordinamenti societari determinati dai singoli Stati della federazione) e che hanno incentrato il loro sistema sulla concorrenza tra i singoli ordinamenti.

In questa prospettiva, allora, l'elemento decisivo non è soluzione efficace al problema unificare (in via sussidiaria o men che meno obbligatoria) la forma societaria, ma la possibilità per l'impresa – avente la forma e costituita secondo le leggi di un singolo Stato Membro – di accedere ai propri mercati (siano essi il mercato di riferimento del settore “merceologico” o il mercato dei capitali per raccogliere le risorse necessarie ai propri investimenti) in condizioni eque, uniformi e prevedibili.

È, dunque, proprio su questo terreno che emerge l'asimmetria tra le tecniche legislative adottate.

Da un lato, come si è visto, la proposta del 4 dicembre 2025 realizza un significativo accentramento dei poteri di vigilanza sulle infrastrutture di mercato, attribuendo all'ESMA competenze dirette su soggetti ritenuti strategici per il funzionamento del sistema finanziario europeo. Tale accentramento risponde all'esigenza di garantire uniformità nell'applicazione delle norme, ridurre le divergenze interpretative e rafforzare l'integrazione del mercato.

Dall'altro lato, gli interventi relativi al mercato primario – Listing Act e proposta sulla “EU Inc.” – si limitano a una armonizzazione, per quanto incisiva, delle regole sostanziali e procedurali, senza incidere sulla struttura del potere autorizzativo.

Ne deriva una disomogeneità strutturale: l'Unione centralizza la vigilanza sulle infrastrutture attraverso cui il capitale già raccolto circola e si scambia, ma non centralizza il procedimento attraverso cui il capitale viene inizialmente raccolto.

Questa disomogeneità consente di individuare con maggiore precisione il vero nodo della frammentazione che continua a frenare lo sviluppo dei mercati finanziari europei. Non si tratta tanto della pluralità delle forme societarie, né della complessità del prospetto in sé, quanto della persistente dispersione del potere di approvazione dell'offerta al pubblico tra le autorità nazionali.

Finché l'approvazione dei prospetti resta affidata a ventisette autorità diverse, ciascuna con proprie prassi, tempi e interpretazioni, l'accesso al mercato continuerà a essere caratterizzato da costi di coordinamento, incertezze e potenziali arbitraggi regolatori. In altri termini, la frammentazione del mercato primario non è soltanto normativa, ma è prima di tutto istituzionale.

In questa prospettiva, il mancato intervento su questi due pro-

filii appare particolarmente rilevante proprio nel caso della EU Inc., in quanto la proposta – almeno allo stato attuale – non contempla una disciplina specifica dell'offerta al pubblico delle partecipazioni di siffatto tipo societario nei diversi Stati Membri, né prevede un meccanismo che consenta a una EU Inc. di raccogliere capitale in modo realmente unitario nell'intero territorio dell'Unione.

A ciò si aggiunga, poi, che la proposta sulla “EU Inc.”, pur affiancandosi e non sostituendosi agli ordinamenti societari nazionali, tenta di creare armonizzazione inserendo nuove regole di diritto privato la cui interpretazione sarà inevitabilmente influenzata dalle tradizioni giuridiche (e, in particolare, dai sistemi di ordinamento societario) dei singoli Stati Membri, fermo restando che l'ordinamento che governerà la “EU Inc.” nasce già frammentata considerata la clausola di rinvio al diritto nazionale contenuta nell'art. 4 della proposta<sup>16</sup>.

In sintesi, la contraddizione – quantomeno apparente e di metodo – che caratterizza la “EU Inc.” sta nel fatto che questa, analogamente al «*Market Integration Package*» del 4 dicembre 2025, nascerebbe in attuazione della SIU e, tuttavia, le norme attualmente proposte non sembrano coerenti con le pur dichiarate ambizioni dalla Commissione nella comunicazione sulla SIU.

Volendo estendere, poi, la questione a un piano più generale, non si spiega per quale motivo, alla luce del contenuto della SIU, non si discuta di – o almeno il legislatore non prenda in considerazione – l'ipotesi di attribuire all'ESMA un potere di approvazione dei prospetti degli emittenti con efficacia in tutta l'Unione previo coordinamento con le autorità nazionali competenti, sul modello del MVU che caratterizza oggi il settore bancario<sup>17</sup>.

Questa lacuna assume un rilievo sistematico: se l'obiettivo politico è quello di aumentare la dimensione dei mercati dei capitali e di ampliare la platea delle imprese che vi accedono, l'intervento sulle infrastrutture, per quanto necessario, non è sufficiente. Esso incide prevalentemente sulla qualità e sull'efficienza del mercato esistente, ma non elimina le barriere all'ingresso.

Al contrario, un accentramento della funzione di approvazione dei prospetti in capo all'ESMA consentirebbe di creare un vero punto di accesso unico al mercato europeo dei capitali, riducendo i costi di conformità, aumentando la prevedibilità del procedimento e favorendo una raccolta transfrontaliera effettiva.

Un simile modello, fondato su una istruttoria nazionale specialistica (per es., per quel che concerne agli aspetti di diritto societario del “candidato emittente”) e su un provvedimento di autorizzazione europeo (o formalmente adottato da una autorità europea in base all'ordinamento nazionale) con validità per tutti gli altri Stati Membri rappresenterebbe una naturale estensione della logica già adottata per le infrastrutture significative (e prima di esse, per il sistema bancario) che potrebbe realizzare una reale convergenza

<sup>16</sup> Cfr. art. 4, par. 2, della proposta di regolamento sulla EU Inc. secondo cui «*matters that are not covered by this Regulation or by the articles of association shall be governed by national law, including the provisions transposing Union law, which apply to relevant national legal forms in the Member State in which the EU Inc. has its registered office*».

<sup>17</sup> Al di là, si intende, delle limitazioni territoriali all'attività e alla disciplina dell'esercizio della libertà di prestazione di servizi e di stabilimento che caratterizza l'ordinamento bancario europeo, considerato che potrebbe dimostrarsi non funzionale allo scopo di disciplinare, nel caso di specie, l'attività di raccolta dei capitali e non un'attività di impresa nella sua integralità sul territorio dell'unione.

amministrativa senza, tuttavia, mettere in crisi i modelli societari nazionali e annullare (più che armonizzare) le diverse concezioni degli ordinamenti nazionali tipicamente di diritto commerciale e societario.

In assenza di un intervento in tal senso, gli strumenti attualmente in discussione rischiano di produrre effetti, nella migliore delle ipotesi, parziali.

### 3. Approccio incompleto e impellenti necessità dell'ordinamento settoriale europeo

Si configura, al momento, una situazione in cui interventi anche rilevanti sul piano tecnico e normativo rischiano ancora una volta di rimanere incompleti rispetto agli obiettivi che il legislatore dichiara di perseguire.

Il confronto tra le tecniche legislative adottate evidenzia, dunque, che il vero punto di frizione non è la mancanza di interventi, ma la loro disomogeneità. Finché l'Unione continuerà a concentrare i poteri pubblici sulle infrastrutture senza compiere un analogo passo sul terreno dell'offerta al pubblico – organizzando la relativa vigilanza come già avvenuto per il sistema bancario con il MVU<sup>18</sup> – il processo di integrazione dei mercati dei capitali sembra destinato a rimanere incompleto (o, comunque, non compreso né comprensibile dalla platea dei soggetti interessati dagli interventi).

In altri termini, l'insieme delle due proposte (e, in particolare, la proposta di riforma delle infrastrutture di mercato) può certamen-

te migliorare il funzionamento del mercato per chi già vi opera ed è presente, ma non sembrano uno strumento *convincente* per gli *outsider*.

Ciò, in quanto, esse non sembrano capaci di ridurre i costi e le incertezze giuridico-amministrative che disincentivano davvero i – potenziali – nuovi emittenti a decidere di accedere ai mercati europei.

Le proposte della Commissione del 4 dicembre 2025 e del 18 marzo 2026 sono, dunque, l'occasione per riflettere sull'opportunità di elevare i poteri pubblici di “governo” dei mercati (e, dunque, il potere di consentire l'accesso ai mercati) da un livello nazionale a un livello genuinamente europeo<sup>19</sup>.

Ciò sull'assunto che la mobilitazione del risparmio verso le imprese e l'espansione dei mercati dei capitali richiedono, infatti, non solo infrastrutture efficienti e regole armonizzate, ma anche un assetto istituzionale coerente, nel quale il momento dell'accesso al mercato sia disciplinato in modo unitario e caratterizzato non tanto da una struttura in sé semplice, quanto più invece da una struttura organica e che risponda effettivamente all'esigenza politica pur correttamente individuata.

Una iniziativa di questo tipo muterebbe in senso positivo quantomeno lo strumento di governo del sistema finanziario e potrebbe trasmettersi meglio al (o almeno con maggiore immediatezza sul) sistema produttivo che voglia soddisfare il proprio fabbisogno di capitali sul mercato.

<sup>18</sup> In argomento, cfr. A. PERRAZZELLI, *The visionary project of a Single Supervisory Mechanism: where do we stand after 10 years?*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 101, 2024, p. 79 ss.

<sup>19</sup> Cfr. anche le tesi espresse da J. ARNAL, *The Missing Foundations of EU Private Capital Mobilisation*, in *Intereconomics*, fasc. 1/2026, p. 17-25, reperibile al seguente link: <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2026/number/1/article/the-missing-foundations-of-eu-private-capital-mobilisation.html>, secondo cui «the EU's difficulty in mobilising private capital is not primarily a question of insufficient EU-level initiatives, but of structural constraints rooted in national savings and pension systems and reinforced by an incomplete single market for financial services. The EU's investment gap is therefore best understood as the outcome of interacting national and European shortcomings, rather than as a failure that can be addressed through EU policy instruments alone. On the demand side, households remain reluctant participants in capital markets, reflecting national patterns of wealth accumulation, financial literacy and trust in financial advice. On the supply side, the dominance of pay-as-you-go pension systems and conservative asset allocation in many funded schemes limit the scale and risk-bearing capacity of institutional investors. These national constraints are compounded by persistent capital market fragmentation, which prevents financial intermediaries from achieving scale and undermines the efficient cross-border allocation of savings. The central implication is straightforward but politically demanding. Mobilising private capital at the scale required to support Europe's green, digital and security objectives requires progress on two interdependent fronts. Member states must undertake reforms to expand long-term funded savings, strengthen financial education and rebuild confidence in market-based investment. At the same time, EU-level efforts to complete the banking union and the capital markets union must deliver a genuinely integrated market for financial services. Without this combination, private capital mobilisation will remain structurally constrained, regardless of the number of EU-level initiatives put in place».

# I fondi di credito tra innovazione europea e specificità italiana: opportunità e criticità di AIFMD2

di Alberto Claretta-Assandri<sup>1</sup>, Elia Clarizia<sup>2</sup>

La Direttiva (UE) 2024/927, nota come AIFMD2, segna una svolta decisiva per l'industria dei fondi di investimento alternativi (FIA) europei. Il legislatore europeo ha introdotto una disciplina armonizzata per i fondi che concedono prestiti, con l'ambizioso obiettivo di facilitare ulteriormente i finanziamenti all'economia reale, ampliando l'accesso agli strumenti di finanza alternativa rispetto al tradizionale canale bancario.

L'Italia, dopo aver avviato il recepimento della direttiva con uno schema di decreto legislativo presentato al Parlamento il 16 dicembre 2025, ha approvato in via definitiva il relativo testo in data 10 marzo 2026, pubblicandolo in Gazzetta Ufficiale n. 72 il 27 marzo 2026.

## Brevi cenni sui fondi di credito oggi e con AIFMD2

Prima dell'AIFMD2, il panorama normativo europeo in materia di FIA dedicati alla concessione di prestiti si presentava fortemente frammentato. La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD1) non disciplinava in modo organico l'attività di *loan origination* da parte dei FIA, lasciando agli Stati membri ampia discrezionalità nel regolamentare — o nel vietare — tale operatività a livello nazionale. Ne derivava un mosaico regolamentare disomogeneo, in cui alcuni ordinamenti adottavano approcci restrittivi, riservando l'attività creditizia principalmente agli enti bancari, mentre altri introducevano discipline permissive volte a favorire lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al sistema bancario tradizionale.

L'Italia si è distinta nel contesto europeo quale uno dei primi paesi ad aver introdotto una regolamentazione specifica per i FIA che concedono prestiti. In particolare, il legislatore italiano aveva consentito ai FIA italiani di erogare direttamente credito a imprese, subordinatamente al rispetto di specifici requisiti di struttura e limiti di investimento. Parimenti, la medesima facoltà di *loan origination* era stata garantita anche ai FIA UE (escludendo, pertanto, i soli FIA non-UE), nel quadro di un regime di vigilanza che imponeva non soltanto i medesimi requisiti strutturali e di investimento applicabili ai FIA di credito italiani, ma anche un preventivo nulla osta da parte della Banca d'Italia, chiamata a verificare la sussistenza di tali requisiti in via preventiva. In questo contesto, i FIA di credito (italiani e non) hanno rappresentato un importante strumento di finanza alternativa, contribuendo a colmare il *funding gap* in un periodo di contrazione del credito bancario.

L'assenza di un quadro armonizzato a livello europeo generava significative criticità sotto il profilo della parità concorrenziale e della tutela degli investitori, rendendo complessa l'operatività

transfrontaliera dei gestori e ostacolando lo sviluppo di un mercato unico dei capitali pienamente integrato. Tali considerazioni hanno costituito il presupposto per l'intervento del legislatore europeo con l'AIFMD2, che ha introdotto per la prima volta una disciplina uniforme dell'attività di *loan origination* da parte dei FIA nell'Unione.

La nuova definizione europea identifica come FIA di credito un fondo la cui strategia consiste principalmente nel concedere prestiti o il cui valore nozionale dei prestiti concessi rappresenta almeno il 50 per cento del suo valore patrimoniale netto. L'attività di concessione di prestiti include sia l'azione diretta del FIA come prestatore originario, sia l'azione indiretta tramite terzi o veicoli, quando il FIA o il GEFIA partecipano alla strutturazione del credito. L'intenzione del legislatore europeo è coprire tutte le ipotesi nella filiera di creazione del credito.

## Nuove opportunità con AIFMD2 per il mercato europeo e i borrowers

AIFMD2 apre prospettive significative per imprese e consumatori europei, creando un mercato del credito più diversificato, più competitivo e potenzialmente più efficiente. L'armonizzazione della disciplina elimina la frammentazione normativa che caratterizzava il settore e offre ai FIA un quadro più stabile e prevedibile entro cui operare.

Per il tessuto imprenditoriale e industriale (si pensi, ad esempio, alle PMI), l'impatto della nuova direttiva è fondamentalmente positivo: l'operatività dei fondi che investono in capitale di rischio o che erogano finanziamenti non viene ridimensionata; al contrario, le nuove norme contribuiscono a rendere più omogeneo e stabile il quadro regolamentare entro cui tali fondi operano. Le imprese continueranno ad avere accesso ai capitali privati alternativi con la prospettiva di una maggiore chiarezza normativa e, potenzialmente, di un ampliamento dell'offerta di finanziamenti da parte dei FIA.

Un elemento di particolare interesse è l'impatto sulla concorrenza nel mercato del credito: i fondi possono rafforzare la loro presenza diretta affiancandosi alle banche con maggiore legittimazione e capacità operativa, soprattutto in segmenti quali il *private debt*, il *leveraged finance* e i prestiti a imprese con profili di rischio elevato. Le banche si troveranno pertanto a competere con operatori che, grazie alla maggiore chiarezza regolamentare, potranno agire all'interno di un perimetro più efficiente e sicuro. Il risultato atteso è una maggiore offerta di credito, una potenziale riduzione

<sup>1</sup> Avvocato, Head of Italy Funds & Financial Regulatory presso A&O Shearman.

<sup>2</sup> Tax Counsel presso A&O Shearman.

dei costi e un più ampio accesso a prodotti finanziari innovativi.

Il decreto attuativo semplifica il regime applicabile ai FIA UE di credito che intendono investire in crediti in Italia, abrogano la pre-esistente procedura autorizzativa alla quale tali soggetti erano sottoposti prima di potere avviare la loro operatività in Italia.

Un'altra scelta molto significativa del decreto attuativo italiano riguarda la soppressione del divieto per i FIA di concedere prestiti ai consumatori. La direttiva europea permetteva agli Stati membri di mantenere tale divieto sul proprio territorio, ma l'Italia ha optato per l'apertura completa del mercato del credito al consumo agli operatori non bancari. L'obiettivo strategico dichiarato è diversificare il mercato del credito al consumo introducendo operatori non bancari, al fine di aumentare la liquidità e potenzialmente ridurre il costo del credito per i consumatori.

### Nuove regole da tenere a mente per i FIA di credito

La disciplina introdotta da AIFMD2 impone ai gestori di FIA di credito una serie di obblighi stringenti che richiedono adeguamenti organizzativi significativi.

Sul fronte della gestione del rischio, i GEFIA devono implementare procedure efficaci per la concessione, la valutazione del rischio di credito e il monitoraggio del portafoglio crediti, da riesaminare almeno annualmente.

La disciplina di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse è particolarmente rigorosa: è fatto divieto ai FIA di credito di concedere prestiti al GEFIA che li gestisce e al relativo personale, alle terze parti alle quali il GEFIA ha delegato funzioni e al relativo personale, al depositario dei FIA stessi e alle terze parti alle quali il depositario ha delegato funzioni, nonché ai soggetti appartenenti al gruppo del GEFIA, salvo il caso in cui essi siano imprese finanziarie che non finanziano i soggetti precedenti.

Un'importante salvaguardia contro il *moral hazard* è rappresentata dal divieto di costituire FIA di credito la cui strategia di investimento consista in tutto o in parte nell'investire in crediti con la sola finalità di cederli o trasferirli a terzi (strategia *originate-to-distribute*). Nel caso in cui una parte dei crediti in cui investono tali FIA sia ceduta o trasferita a terzi, il FIA è obbligato a mantenere il 5 per cento del valore nozionale dei crediti ceduti o trasferiti nel proprio portafoglio (*risk retention*).

Per garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario e introdurre garanzie proporzionate, i FIA concedenti prestiti sono soggetti a un limite di leva finanziaria che varia a seconda che siano di tipo aperto o chiuso. La leva finanziaria massima consentita è del 175 per cento per i FIA aperti e del 300 per cento per i FIA chiusi, a fronte di un limite di leva massima previsto al 150 per cento per i FIA di credito italiani prima dell'AIFMD2.

Per contenere il rischio di interconnessione tra i FIA concedenti prestiti e altri partecipanti ai mercati finanziari (c.d. rischio sistemico), i FIA di credito, quando il prestatore è, tra gli altri, un istituto

finanziario o un altro FIA, sono tenuti a rispettare un nuovo limite di esposizione, pari al 20 per cento del capitale del FIA concedente il prestito.

Sul fronte della delega di funzioni, la direttiva rafforza e chiarisce la disciplina: le norme sulla delega si applicano non solo alle funzioni fondamentali quali la gestione del portafoglio e del rischio, ma anche a tutti i servizi ausiliari, inclusa la gestione dei crediti. I GEFIA devono comunicare regolarmente alle Autorità informazioni dettagliate sugli accordi di delega, compresi il nominativo dei delegati, le risorse umane dedicate, le attività delegate, l'importo e la percentuale di asset delegati e le relative scadenze.

I FIA che concedono prestiti devono, di regola, essere costituiti in forma chiusa, fermo restando che potranno optare per una forma aperta (o semi-aperta) qualora rispettino specifiche condizioni quali l'adozione di un sistema di gestione del rischio di liquidità compatibile con la strategia e la garanzia di equo trattamento degli investitori. In Italia, ad esempio, un FIA di credito può essere istituito in forma aperta a condizione che il gestore dimostri alla Banca d'Italia che il sistema di gestione del rischio di liquidità è compatibile con la strategia di investimento e la politica di rimborso del FIA.

Per quanto concerne la gestione della liquidità e al fine di consentire ai GEFIA di FIA di tipo aperto di far fronte alle pressioni per i rimborsi in condizioni di stress del mercato, i GEFIA devono selezionare almeno due strumenti di gestione della liquidità adeguati tra quelli previsti dalla direttiva (ad esempio, finestre di rimborso predeterminate, commissioni di rimborso, prelievi anti-diluizione, *side pockets*, ecc.), includendoli nei documenti costitutivi del FIA per il possibile utilizzo nell'interesse degli investitori.

### Impatti attesi per il mercato italiano

Il recepimento di AIFMD2 in Italia presenta specificità e potenziali criticità che meritano particolare attenzione, specialmente con riferimento al credito immobiliare.

Sebbene il testo del decreto italiano sia silente sul sopra menzionato limite del 20 per cento, l'introduzione dello stesso è attesa nell'ambito della disciplina di secondo livello, che sarà di competenza della Banca d'Italia e che dovrà essere adottata entro il 16 ottobre 2026, e avrà impatti di non poco conto sul mercato del credito immobiliare italiano. Le implicazioni non saranno, peraltro, circoscritte alle operazioni future, ma anche, in parte, ad operazioni di prestito già esistenti, concluse da FIA di credito in un arco temporale immediatamente precedente l'attuazione dell'AIFMD2, secondo quanto previsto dal regime transitorio.

Questo limite rappresenta una novità rilevante (sebbene non del tutto sconosciuta, essendo stato originariamente previsto un limite analogo nel regime previgente, poi abrogato a favore di un più ampio limite di adeguata diversificazione) in un contesto di mercato dove una significativa parte delle operazioni di credito immobiliare vede come prestatori FIA italiani immobiliari, per ragioni di efficienza regolamentare e fiscale.

Il limite in questione avrebbe l'effetto di travolgere un mercato ampiamente consolidato ed efficiente, posto che quasi nessun FIA di credito sarebbe in grado di rispettare una soglia così stringente. Tipicamente, i FIA di credito hanno sempre soddisfatto il requisito dell'adeguata diversificazione concentrandosi sull'*asset* sottostante (ad es., pluralità di immobili costitutivi dell'*asset*, di destinazioni d'uso, ecc.).

Come detto, la Banca d'Italia è chiamata a dettare disposizioni attuative del nuovo quadro normativo e questa disciplina secondaria sarà cruciale per definire (o quantomeno chiarire) le modalità applicative di questo limite, avuto anche riguardo alle specificità settoriali. Sarebbe, ad esempio, auspicabile inquadrare il perimetro applicativo di tale limite, facendo leva anche sulla ratio della norma: la finalità dichiarata (nelle stesse premesse dell'AIFMD2 nonché nei lavori preparatori) è evitare o mitigare il rischio di interconnessione (o rischio sistemico) tra i partecipanti al mercato.

Come noto, il rischio sistemico si configura usualmente in un contesto nel quale il rischio connesso a determinati prenditori o emittenti di strumenti finanziari può propagarsi attraverso l'intero sistema finanziario. Tale propagazione si verifica quando un intermediario finanziario, che risulta inizialmente e direttamente esposto nei confronti di tali prenditori o emittenti – in ragione dell'aver concesso loro un finanziamento ovvero dell'aver investito in strumenti finanziari da essi emessi – presenta un grado eccessivo di interconnessione con altri intermediari finanziari analoghi. Si crea così una catena nella quale ciascun intermediario risulta significativamente esposto nei confronti del successivo anello della medesima catena. Come risultato di tale interconnessione, l'indebitamento dei prenditori o degli emittenti originari può innescare un effetto domino, determinando il default degli intermediari finanziari che compongono la catena, ciascuno dei quali risulta dipendente dalla solvibilità degli altri.

Ebbene, nel settore del credito immobiliare, non si comprende come un siffatto limite contribuisca a mitigare questo rischio; è del tutto evidente che un prestito erogato a un soggetto 'non finanziario' (il FIA immobiliare, in questo esempio) non possa porre per definizione un rischio sistemico, non essendo il FIA immobiliare a sua volta in grado di propagare questo rischio. Un FIA immobiliare assolve tipicamente a una funzione del tutto analoga a quella di una società immobiliare e, a quest'ultima, non trova applicazione il limite in esame (a piena ragione, ad avviso di chi scrive).

Tanto premesso, sarebbe opportuno chiarire che il riferimento ai «FIA» tra le tipologie di soggetti l'esposizione verso i quali deve essere contenuta entro la soglia del 20 per cento dovrebbe essere interpretato come un riferimento a quei FIA che – come la maggior parte di essi, ad eccezione dei FIA puramente immobiliari – effettuano una qualche forma di investimento finanziario ovvero erogano finanziamenti. Solo tali FIA, infatti, risultano idonei a contribuire al rischio sistemico.

### Aspetti fiscali

Le modifiche richiamate nei precedenti paragrafi dovrebbero

consentire un maggior allineamento tra la disciplina regolamentare e quella tributaria. In particolare, il superamento, per i FIA europei, della preventiva autorizzazione ai fini dell'attività di erogazione dei finanziamenti nei confronti del pubblico consentirà un più agevole e diretto accesso all'esenzione da ritenuta sugli interessi pagati a valere su finanziamenti a medio e lungo termine (ossia con durata superiore a diciotto mesi e un giorno) erogati dai FIA a favore di soggetti imprenditori.

La norma che consente l'esenzione da ritenuta, nel subordinare tale possibilità al rispetto delle disposizioni in tema di riserva dell'attività di erogazione dei finanziamenti nei confronti del pubblico, presentava nella preventiva autorizzazione un vincolo non sempre di agevole gestione e, in ogni caso, limitativo per i FIA non stabiliti in Italia.

L'apertura prevista dalla AIFMD2 consentirà quindi un più agevole utilizzo dei FIA nell'ambito delle operazioni di finanziamento, riducendo il peso delle ritenute e semplificando la gestione dei finanziamenti stessi. In ambito M&A (fusioni e acquisizioni), ciò permetterà di veicolare i flussi finanziari dei FIA europei non solo mediante emissioni obbligazionarie (spesso attraverso i cosiddetti "mini bond"), ma anche mediante finanziamenti diretti, con evidenti semplificazioni amministrative e, in molti casi, risparmi in termini di strutturazione e gestione.

### Possibili proposte e soluzioni per una compiuta apertura

Per consentire ai "nuovi" FIA di credito di cogliere pienamente le opportunità offerte da AIFMD2 e competere efficacemente nel mercato europeo, appare necessario un intervento organico su più fronti.

Sul piano delle possibili soluzioni normative, si prospettano diversi interventi auspicabili tanto a livello europeo quanto nazionale.

A livello europeo, sarebbe opportuno un intervento normativo a livello di AIFMD2 volto a riconciliare al meglio la *ratio* del limite del 20 per cento sopra discusso, in linea con i lavori preparatori menzionati e il considerando 17 della medesima AIFMD2, con il campo applicativo di tale limite. Ad esempio, si potrebbe introdurre una distinzione esplicita tra FIA "finanziari" e FIA "reali", modulando e declinando tale limite di conseguenza.

In subordine (e nelle more dell'intervento normativo), potrebbe essere auspicabile un chiarimento da parte dell'ESMA, attraverso *Q&A* o linee guida, volto a precisare che il limite del 20 per cento debba applicarsi esclusivamente ai FIA che effettivamente presentino caratteristiche di interconnessione sistemica, escludendo dal perimetro applicativo i FIA immobiliari che investono in asset reali e non in strumenti finanziari o crediti.

A livello italiano e nell'immediato, si auspica che la Banca d'Italia, nell'esercizio della propria potestà regolamentare, possa favorire un'interpretazione teleologica della norma, escludendo dal novero dei «FIA» rilevanti ai fini del limite del 20 per cento quei fondi

che, pur qualificandosi formalmente come tali, non svolgono attività di intermediazione finanziaria in senso proprio. Parimenti, potrebbe essere valutata l'introduzione di criteri di *look-through*, che consentano di considerare la natura degli asset sottostanti al FIA prestatore, anziché la mera qualificazione formale dello stesso, al fine di determinare l'effettiva sussistenza di un rischio di interconnessione sistemica.

Permangono, da un punto di vista strettamente tributario, alcuni vincoli dovuti alla limitazione dell'esenzione ai soli finanziamenti erogati a favore di soggetti imprenditori. In tale ottica, eventuali finanziamenti erogati nei confronti di "non-imprenditori" rimarranno comunque esclusi dall'esenzione dalle ritenute. È sicuramente questo il caso dei finanziamenti erogati ai fondi comuni di investimento, inclusi quelli immobiliari, e, secondo la prassi e

la dottrina prevalente, dei finanziamenti erogati a favore di veicoli di cartolarizzazione o delle società di investimento a capitale fisso o variabile, nonché delle persone fisiche (consumatori finali). Tali finanziamenti rimarranno quindi soggetti alle ordinarie ritenute a titolo d'imposta, salvo l'applicazione, ove possibile, delle eventuali aliquote ridotte previste dai trattati contro le doppie imposizioni. Con specifico riferimento ai finanziamenti erogati a persone fisiche, inoltre, la mancata natura imprenditoriale del beneficiario e l'assenza della qualifica di sostituto d'imposta in capo al debitore porteranno il FIA estero a dover dichiarare i relativi interessi in Italia mediante la presentazione di una dichiarazione dei redditi e il pagamento delle relative imposte, potendo comunque usufruire, ove applicabili, delle aliquote ridotte previste dalle convenzioni contro le doppie imposizioni.

# Sul legittimo rifiuto della banca di stipulare un contratto di conto corrente

di Umberto Morera<sup>1</sup>, Riccardo Bencini<sup>2</sup>

## 1. La vicenda controversa

Due recenti provvedimenti del Tribunale di Milano (decreto monocratico del 14 novembre 2025 e ordinanza collegiale in fase di reclamo del 16 dicembre 2025) offrono l'occasione per riflettere sull'autonomia negoziale degli intermediari e, in particolare, sulla possibilità di imporre giudizialmente a una banca la conclusione di un contratto di conto corrente.

La peculiare vicenda può sintetizzarsi nei seguenti termini. Una società, operante in Italia e indirettamente controllata dal governo iraniano, era stata inserita dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti d'America nella c.d. "SDN List"<sup>3</sup>. A seguito di tale iscrizione, la banca era receduta dai rapporti, al fine primario di evitare di essere sottoposta a sanzioni secondarie da parte degli Stati Uniti.

Seguiva un contenzioso che, per quanto di interesse, confermava la legittimità della determinazione della banca. La società decideva allora di rivolgersi ad altre banche, trasmettendo, a compasso allargato, numerose richieste di accensione di un conto corrente<sup>4</sup>. Nessuna banca le rispondeva, salvo una, la quale avvertiva l'assenza di giustificare il suo rifiuto a contrarre in considerazione della *policy* dalla stessa adottata, che non le consentiva di intrattenere rapporti con soggetti iscritti nella citata *SDN List*.

Ad avviso della società richiedente l'apertura del conto corrente, il diniego opposto sarebbe stato tuttavia illegittimo poiché in violazione: (a) del Regolamento di Blocco CE n. 2271/96; (b) dei principi di buona fede e correttezza; (c) dell'art. 41 Cost., nonché dell'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione e della Direttiva CE 2014/92.

Da qui, il procedimento d'urgenza finalizzato ad ottenere un ordine giudiziale rivolto alla banca di perfezionare un contratto di conto corrente con la società e di dare esecuzione alle operazioni a esso connesse.

## 2. La prospettiva del giudice cautelare: analisi del rifiuto della banca a contrarre

Il giudice cautelare ha innanzitutto escluso che la risposta fornita

dalla banca alla società ricorrente possa essere interpretata come una diretta esecuzione dell'ordine esecutivo USA, tale da integrare una violazione del Regolamento di Blocco.

La motivazione fornita dalla banca è stata infatti inquadrata come espressione di una autonoma *policy* interna, frutto soltanto di valutazioni di rischio (sanzioni, antiriciclaggio, impatto reputazionale, sana e prudente gestione) e, dunque, quale scelta di un operatore economico sul mercato che, pur tenendo conto del quadro sanzionatorio statunitense, assume una decisione discrezionale.

In tale prospettiva, il giudice ha parimenti escluso una responsabilità della banca a titolo precontrattuale, la quale tutela soltanto l'affidamento nella leale conduzione delle trattative. Non emergono infatti condotte della banca tali da aver ingenerato nella società un affidamento qualificato sulla futura conclusione del contratto, né investimenti specifici resi inutili da un recesso ingiustificato dalle trattative. Il rifiuto, anche se ritenuto ingiustificato o persino contrario a norme imperative, non può essere poi trasfigurato *ope iudicis* in una volontà positiva di contrarre. Con allora la conclusione che nessun soggetto può essere obbligato a concludere un contratto se non nei casi espressamente previsti dalla legge, essendo i vincoli legali a contrarre ipotesi del tutto eccezionali.

## 3. La decisione sul reclamo: il rifiuto della banca in violazione del Regolamento di Blocco

In sede di reclamo, il collegio, pur confermando il rigetto del ricorso, è intervenuto in modo piuttosto significativo sulla motivazione del primo giudice, chiarendo che il rifiuto dell'intermediario non può essere ricondotto a mere valutazioni di opportunità commerciale, esprimendo all'opposto una scelta consapevole di conformarsi al regime sanzionatorio statunitense, con conseguente potenziale violazione del Regolamento di Blocco.

Per qualificare la condotta della banca e individuarne le conseguenze, il collegio ha richiamato la sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea del 21 dicembre 2021<sup>5</sup>, ove chiarito come il Regolamento di Blocco — in particolare gli artt. 5 e 9, letti alla

<sup>1</sup> Professore ordinario di Diritto bancario e Diritto Commerciale presso l'Università di Roma Tor Vergata.

<sup>2</sup> Professore a contratto di Diritto Commerciale presso l'Università degli Studi di Firenze e Avvocato Cassazionista.

<sup>3</sup> La *Specially Designated National and Blocked Persons List*, predisposta da parte dell'*Office Of Foreign Assets Control* (OFAC) del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, identifica persone fisiche, giuridiche e gruppi i cui beni sono bloccati e con i quali ai soggetti statunitensi è generalmente vietato intrattenere rapporti. Recentemente, l'OFAC (che applica sanzioni economiche e commerciali per la sicurezza nazionale e la politica estera degli Stati Uniti, bloccando se del caso beni e limitando transazioni) ha lanciato un allarme sull'aggiornamento delle misure finanziarie contro la Russia. Cfr. FUBINI, *In Italia è boom delle società russe: quasi raddoppiate negli ultimi sei mesi*, *Il Corriere della Sera*, 17 gennaio 2026.

<sup>4</sup> Sull'onere di allegazione e di prova, cfr. Trib. Pescara, 11 dicembre 2020, in *Foro it.*, 2021, I, 720, secondo cui «il ricorrente era onerato di allegare specificamente a quali istituti di credito si era rivolto da settembre del corrente anno al giorno del deposito del ricorso e quali di essi avevano, rifiutato anche informalmente, di stipulare in contratto di conto corrente. In assenza di tale specifica allegazione nemmeno è stato possibile assumere sommarie informazioni sul punto, giacché l'onere di specifica allegazione dei fatti costitutivi dell'azione — qui quali operatori del mercato avevano rifiutato di stipulare un nuovo contratto di c/c — è presupposto indefettibile perché sia ammessa la loro prova. Quanto detto è uno dei precipitati del diritto di difesa (art. 24 cost.): dinanzi all'allegazione generica di un fatto da parte del ricorrente, il convenuto non ha né un onere di contestazione né di prova contraria: se si consentisse a chi agisce di introdurre un fatto costitutivo del proprio diritto attraverso le dichiarazioni di un informatore (o di un testimone in caso di giudizio di merito) il diritto di difesa della parte convenuta sarebbe del tutto annullato, essendole preclusa la possibilità di prova contraria».

<sup>5</sup> Causa C-124/20, Bank Melli Iran / Telekom Deutschland GmbH.

luce degli artt. 16 e 52 della Carta dei diritti fondamentali — non osti all'annullamento di una risoluzione contrattuale adottata per conformarsi a misure sanzionatorie extraterritoriali, purché tale annullamento non comporti effetti sproporzionati per il soggetto tenuto all'osservanza del Regolamento stesso.

Ne discende l'obbligo, per il giudice nazionale, di effettuare un'attenta ponderazione fra l'obiettivo di proteggere l'ordinamento giuridico dell'Unione e gli interessi della UE (così evitando l'effetto dissuasivo delle sanzioni extraterritoriali) e il rischio di esporre l'operatore a perdite economiche sproporzionate, qualora non possa interrompere i rapporti con soggetti inseriti nelle liste sanzionatorie.

In questo contesto, il collegio ha riconosciuto che entrambe le parti invocavano la libertà di iniziativa economica ex art. 41 Cost., seppur da diverse angolature: da un lato la società, al fine di rivendicare l'accesso a un conto corrente, divenuto ormai presupposto tecnico-giuridico indefettibile per lo svolgimento di qualunque attività economica lecita; dall'altro lato la banca, al fine di affermare il diritto di valutare, secondo i canoni di diligenza professionale, buona fede e correttezza, le richieste di apertura di rapporti, nel rispetto della disciplina antiriciclaggio<sup>6</sup> e dei profili di rischio.

Il collegio ha attribuito maggior valenza all'interesse della società reclamante, atteso che il possesso di un conto corrente bancario è ormai divenuto «strumento necessario di cittadinanza economica».

Nonostante il riconoscimento della posizione «rafforzata» del soggetto rimasto privo di conto corrente, è stato tuttavia segnalato come l'attuale quadro normativo<sup>7</sup> non preveda alcun obbligo per le banche di aprire un conto corrente di corrispondenza.

<sup>6</sup> Cfr. BENCINI, *Sugli obblighi antiriciclaggio della banca successivi alla segnalazione di operazione sospetta: vigilanza generica sulla gestione del conto corrente e interruzione del rapporto?* in *Banca borsa, tit. cred.*, 2023, II, 906.

<sup>7</sup> Sulla tematica, MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente in capo ai "non consumatori"*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2021, I, 539, ove sviluppate anche considerazioni critiche al disegno di legge n. 1712 dell'11 febbraio 2020. Nel luglio 2025, la Camera dei Deputati ha approvato il testo unificato delle proposte di legge AC 1091 e AC 1240 in materia di obbligo di contrarre e recesso delle banche nei rapporti di conto corrente. Il testo delle proposte di legge introduce una nuova norma nel codice civile (1857-bis c.c.) ove stabilito, per le banche, l'obbligo di perfezionare un contratto di conto corrente con chiunque lo richieda; fermo restando il rispetto delle disposizioni nazionali ed europee in materia di contrasto al riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, nonché l'obbligo di comunicare l'eventuale diniego, derivante dall'osservanza delle norme antiriciclaggio ed antiterrorismo, motivandolo per iscritto, entro dieci giorni dalla richiesta di apertura del conto e il divieto di recedere dal conto corrente a tempo determinato o indeterminato quando i saldi siano in attivo, se non per i motivi sopra indicati. Cfr. RAGNO, *Conti correnti, diniego solo per motivato rischio riciclaggio o terrorismo*, *IlSole24Ore*, 18 luglio 2025. Il testo risulta attualmente all'esame del Senato.

<sup>8</sup> Cfr. Trib. Monza, 7 novembre 2024, in *Banca dati IlSole24Ore*, secondo cui «il blocco totale dell'operatività bancaria, derivante dall'inserimento del nominativo di una società nella SDN List dell'OFAC, è causa di pregiudizio immediato e irreparabile, in assenza di obblighi giuridici interni di congelamento fondi. Tale condotta non è giustificabile, considerata la violazione di basilari principi di garanzia e del diritto di difesa nel nostro ordinamento, imponendo il ripristino della piena operatività dei rapporti bancari». *Contra*, Trib. Catania, 19 gennaio 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 64, secondo cui è invece «inammissibile la domanda tesa a conseguire con un provvedimento d'urgenza ex art. 700 c.p.c. il ripristino di una linea di credito sospesa e revocata da una banca perché non è proponibile in via di tutela cautelare atipica un'istanza di esecuzione di obblighi contrattuali di fare infungibili. È pertanto inammissibile un provvedimento d'urgenza che sia diretto a cautelare un obbligo per sua natura incoercibile».

<sup>9</sup> Sul contratto di conto corrente bancario, da ultimo, gli scritti di MORERA, *Sul conto corrente bancario (contributo all'inquadramento)*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2023, I, 189; ID., *Ragionando sul conto corrente bancario (aiutati dal pensiero di Paolo Ferro-Luzzi)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2024, 443; ID., *Contratti bancari: conto corrente*, in *Enc. dir., Tematici*, Milano, 2025, 339.

<sup>10</sup> Al di là della previsione normativa che contempla attualmente un obbligo di contrarre soltanto in capo all'impresa in condizione di monopolio legale (art. 2597 c.c.; norma che, avendo carattere eccezionale, non ammette applicazioni analogiche: App. Milano, 24 novembre 1978, in *Giur. ann. dir. ind.*, 1978, 702), non esiste nel nostro ordinamento un generale obbligo di contrarre in capo all'intermediario. Stante la natura privatistica e imprenditoriale dell'attività bancaria, siffatto obbligo «non soltanto non è desumibile dai principi generali», ma «finirebbe per porsi addirittura in contrasto con essi». In questi termini, ABF Roma, 27 marzo 2015, n. 2364, in merito al rifiuto opposto da una banca al richiedente (sforrito dei requisiti per accedere al c.d. «conto di base») l'accensione di un conto corrente; conformi, sempre in materia di conto corrente: ABF Roma, 24 maggio 2018, n. 11403; ABF Milano, 14 febbraio 2020, n. 2540. Nel senso dell'inesistenza di un obbligo di contrarre in capo alle banche, cfr., *ex multis*: ABF Coll. coord. 29 novembre 2013, n. 6182; ABF Roma, 29 novembre 2013, n. 6177; ABF Bologna, 28 novembre 2017, n. 15552; ABF Napoli, 26 maggio 2016, n. 5129; ABF Roma, 20 gennaio 2017, n. 2364; ABF Napoli 17 settembre 2010, n. 948; ABF Roma, 26 maggio 2016, n. 4996; ABF Napoli, 28 aprile 2010, n. 299; ABF Milano, 23 settembre 2010, n. 959; ABF Milano, 23 settembre 2010, n. 969; ABF Milano, 5 luglio 2013, n. 3601; ABF Napoli, 20 febbraio 2019, n. 5484; ABF Milano, 20 aprile 2020, n. 7355. Secondo il giudice delle leggi (Corte cost. 3 luglio 2006, n. 279; Corte cost. 30 giugno 1994, n. 268; Corte cost. 15 maggio 1990, n. 241), la compressione della libertà di iniziativa economica potrebbe ammettersi unicamente laddove la stessa sia preordinata al soddisfacimento di (contro) interessi costituzionalmente rilevanti, risultando poi proporzionata a tale obiettivo.

<sup>11</sup> ValORIZZA l'infungibilità (e quindi l'incoercibilità) dell'obbligo a contrarre, Trib. Roma, 12 settembre 2002, in *Foro it.*, 2002, I, 3207, ove è statuito che «tramite il provvedimento ex art. 700 c.p.c., oltre a non poter essere adottate misure non previste dalla legge, non può conseguirsi un risultato diverso e maggiore di quello che può ottenersi in sede di cognizione atteso che la pronuncia finale, vertendosi in un rapporto sinallagmatico complesso di durata, non potrà mai consistere in una condanna all'adempimento di un contratto, ovvero in un fare infungibile in quanto trattati di prestazioni personalissime ed incoercibili non suscettibili di attuazione senza il volontario assenso del contraente cui l'ordine dovrebbe essere rivolto». In dottrina, PENTA, *I procedimenti cautelari d'urgenza*, Milano, 2022, 163, il quale conferma che «anche all'esito della riforma del codice di rito, nella giurisprudenza di merito resta, peraltro, prevalente, l'orientamento che afferma l'inammissibilità, nel nostro ordinamento, di un provvedimento in via d'urgenza che ordini un fare infungibile».

#### 4. La tutela in forma specifica e il divieto di etero-regolamentazione del rapporto

Continuando a riflettere sul terreno dei rimedi, il collegio introduce poi una distinzione dirimente: da un lato, vi sono i casi in cui la violazione del Regolamento di Blocco si manifesta con il recesso da un rapporto già esistente, nei quali la tutela può consistere nel ripristino del rapporto stesso<sup>8</sup>, secondo lo schema della reintegrazione in forma specifica (art. 2058 c.c.); dall'altro lato, si colloca l'ipotesi dibattuta in giudizio, nella quale, tra le parti, non è mai esistito un rapporto di conto corrente e ciò che si chiede al giudice è, in sostanza, di ordinare alla banca di perfezionare un contratto complesso e di durata<sup>9</sup>.

In questo secondo scenario, l'accoglimento della domanda cautelare imporrebbe però al giudice di «costruire» *ex novo* un regolamento negoziale disciplinante una pluralità di operazioni future (attive e passive), definendone contenuti economici e giuridici. Tale esito verrebbe a configurare una sorta di etero-regolamentazione del rapporto bancario, ponendosi allora in evidente contrasto con i principi dell'ordinamento<sup>10</sup>, che non consentono certo al giudice di imporre la conclusione di un contratto complesso, di durata e basato sulla fiducia, se non nei casi tassativamente previsti dalla legge (come, ad esempio, nell'ipotesi dell'esecuzione in forma specifica ex art. 2932 c.c.).

Il Tribunale di Milano, in conclusione, pur riconoscendo l'esigenza di assicurare in principio un'effettiva tutela al soggetto colpito da condotte in potenziale contrasto con il Regolamento di Blocco, nega che tale tutela possa concretizzarsi nell'ordine giudiziale rivolto a una banca di stipulare un contratto di conto corrente<sup>11</sup>.

# Derivati. La nuova rotta tracciata dalla Corte di Cassazione verso una maggior certezza del diritto

di Sara Cerrone<sup>1</sup>

Tre anni fa, sul primo numero di questa rivista, avevo il privilegio di pubblicare un contributo dal titolo “L’eredità della “sentenza Cattolica” nella recente giurisprudenza in materia di contratti derivati” in cui si discuteva l’impatto della sentenza Cass., SS. UU., 12.05.2020, n. 8770 (sentenza Cattolica) sul contenzioso in materia di derivati<sup>2</sup>.

Erano trascorsi, allora, tre anni dalla pronuncia e - di fronte a una giurisprudenza di merito alquanto oscillante sui requisiti di validità dei contratti IRS delineati dalle Sezioni Unite<sup>3</sup> - ci si interrogava su quale potesse essere la giusta chiave interpretativa di una *regula iuris* da subito rivelatasi (a dire il meno) generica e di difficile attuazione pratica.

Ebbene, con l’ordinanza n. 2262 pubblicata il 3 febbraio 2026<sup>4</sup> e l’ordinanza n. 2358 pubblicata il 4 febbraio 2026<sup>5</sup>, la Corte di Cassazione ha finalmente fornito una “rilettura” degli enunciati espressi nella sentenza Cattolica, tracciando una nuova rotta nell’attuazione degli orientamenti espressi dalle Sezioni Unite.

Nelle due pronunce, di contenuto sostanzialmente analogo, la Corte ha chiarito e definito in maggior dettaglio alcuni fondamentali aspetti d’inquadramento giuridico circa i tre requisiti di validità del contratto IRS ed i concetti tecnici richiamati dalla sentenza Cattolica. Nel prosieguo si darà evidenza di quelli che paiono i punti chiave messi in luce dalla Corte di Cassazione.

## 1. La Corte può rileggere in chiave di “ulteriore sviluppo” il *dictum* delle Sezioni Unite

La Prima Sezione Civile ha chiarito il perimetro del potere delle Sezioni semplici di “rileggere” il *dictum* delle Sezioni Unite.

Nelle due ordinanze, la Corte ha spiegato che, pur non intendendo discostarsi dall’orientamento delle Sezioni Unite, ad essa “è certo consentito di sviluppare ulteriormente, precisare e puntualizzare

*le affermazioni contenute nella pronuncia [Cattolica], tanto più ove si consideri che essa è intervenuta per la prima volta, con un’analisi approfondita, su un tema che la giurisprudenza di legittimità aveva appena sfiorato”* (nostra enfasi).

La Corte ha dunque espressamente inquadrato il proprio intervento in un’ottica costruttiva di ulteriore declinazione e sviluppo dei principi sanciti nella sentenza Cattolica.

## 2. Gli scenari probabilistici (così come il m-t-m e i costi impliciti) non rilevano con riferimento all’oggetto dell’IRS e non ne integrano lo schema causale. La meritevolezza di tutela come unico profilo rilevante.

La Prima Sezione Civile ha poi illustrato che il m-t-m e gli scenari probabilistici – la cui indicazione al cliente rileva ai fini dell’accertamento della sussistenza dell’alea razionale - assumono rilievo non tanto sotto il profilo della causa o dell’oggetto del contratto, quanto ai fini del giudizio di meritevolezza dell’IRS. È forse questo il passaggio meno chiaro del ragionamento svolto nelle ordinanze.

Secondo la Corte, la disomogeneità che si riscontra nella giurisprudenza sviluppatasi a valle della sentenza Cattolica nasce proprio dalla difficoltà di eseguire una “*millimetrica actio finium regundorum tra i tre profili menzionati, meritevolezza, oggetto e causa, tra loro in effetti ampiamente intrecciati*”.

Dunque il Collegio ha ritenuto opportuno fare chiarezza illustrando che il m-t-m e gli scenari probabilistici si collocano “*anzitutto e prevalentemente dal versante della meritevolezza*”, nel senso che l’assenza di alea razionale rende il contratto IRS immeritevole di tutela “*in ciò dovendosi fare applicazione del dictum delle Sezioni Unite*”.

Per il Collegio, se il contratto contiene l’indicazione degli ele-

<sup>1</sup> Counsel presso lo Studio Legale Chiomenti, in cui si occupa principalmente di strumenti finanziari derivati e Avvocato Cassazionista.

<sup>2</sup> Assosim – *Quaderni Assosim, Periodico di informazione e approfondimento*, Anno I, N. 1/2023, p. 14. Nella sentenza, è ormai noto, la S.C. aveva affermato che ai fini della validità dei contratti di *interest rate swap* era necessario che vi fosse accordo tra l’intermediario e l’investitore sulla “*misura dell’alea*” (calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi) e che tale accordo dovesse ricomprendere il m-t-m, gli scenari probabilistici e i cd. costi impliciti. Tali elementi, infatti, consentendo la misurabilità e la determinazione dell’alea, assurgevano a requisiti di validità del contratto.

<sup>3</sup> Sebbene la giurisprudenza di legittimità fosse allineata alla sentenza Cattolica (in coerenza col disposto dell’art. 374 c.p.c.), l’adesione al *dictum* delle Sezioni Unite appariva meramente formale. La giurisprudenza di merito è stata invece da subito oscillante nel dare attuazione agli enunciati del Supremo Collegio, generando così un quadro di incertezza giuridica. In linea con la sentenza Cattolica: Trib. Milano, 13.10.2020, n. 6204; C. App. Venezia, n. 2140/2021; C. App. Milano, 18.11.2021, n. 3382; Trib. Milano, n. 7661/2021; C. App. Milano, 14.12.2022, n. 3939; Trib. Milano, 31.01.2023, n. 778; C. App. Milano, 18.07.2023, n. 2352. In contrapposizione alle Sezioni Unite, tra le altre: ACF, 13.10.2020, n. 2973; ACF, 16.06.2020, n. 2678; Trib. Venezia, 15.04.2020, n. 674; C. App. Milano, 28.07.2020 / 25.06.2020, n. 2003; Trib. Milano, 14.10.2020, n. 6224; Trib. Milano, 22.03.2021, n. 2399; Trib. Bergamo, 20.10.2021, n. 1816; Trib. Torino, 16.02.2022, n. 673; C. App. Venezia, 31.05.2022, n. 1256; Trib. Reggio Emilia, 23.02.2023, n. 227; Trib. Milano, 4.03.2023, n. 1717.

<sup>4</sup> La controversia riguarda derivati di copertura dal rischio di cambio conclusi da una società operante nel settore delle carni con un istituto creditizio. Avverso il Lodo arbitrale n. ARB/16/00012 (che aveva accertato la validità dei contratti) la società aveva mosso ricorso dinanzi alla Corte d’Appello di Milano che, con sentenza n. 663/2021, aveva respinto i motivi d’impugnazione, confermando l’esito del Lodo ed escludendo la nullità dei contratti per difetto di indicazione del m-t-m e degli scenari probabilistici, in assenza di una norma specifica che imponesse tali indicazioni. La Prima Sezione Civile della Corte di Cassazione ha ritenuto erroneo il fulcro argomentativo della sentenza d’appello, accogliendo il primo motivo di ricorso della società ed aprendo a un possibile riconoscimento della rilevanza del m-t-m e degli scenari probabilistici ai fini della validità dei contratti. Nel far ciò, tuttavia, la Corte ha fornito una rilettura interpretativa della sentenza Cattolica.

<sup>5</sup> La vicenda concerne contratti IRS conclusi tra una società agricola e un istituto creditizio a copertura del rischio di tasso relativo a taluni mutui. La Corte di Cassazione si è pronunciata sul ricorso proposto dalla società avverso la sentenza n. 921/2021 (con cui la Corte d’Appello di Milano aveva ritenuto validi i contratti) rigettando i motivi di ricorso della società, e confermando la sentenza della Corte di Appello.

menti essenziali elencati dalle Sezioni Unite (nozionale, date rilevanti, misura degli interessi), l'oggetto è certamente determinato e/o determinabile e - aggiunge la Corte - *“né diviene indeterminabile perché l'alea razionale è costruita su un m-t-m e scenari probabilistici campati in aria”*.

Meno chiaro il ragionamento della Corte sulla causa: per il Collegio, se il contratto contiene un'adeguata caratterizzazione circa la finalità di copertura o speculativa (elementi che atterrebbero, tuttavia, allo scopo) e risulta quindi una congruenza tra il regolamento negoziale e la finalità perseguita non ricorre un tema di vizio causale.

### 3. Il m-t-m e gli scenari probabilistici vanno intesi come un “endiadi”

Nelle due ordinanze, la Corte ha poi chiarito che il m-t-m e gli scenari probabilistici sono, nell'ottica delle Sezioni Unite, *«avvinti in endiadi»*: l'uno sostanzialmente privo di significanza in assenza dei secondi, ed entrambi concorrenti a individuare l'alea razionale, intesa come consapevolezza della misura quantitativa e qualitativa del rischio che la parte assume concludendo il contratto.

Dunque, i due elementi debbono essere interpretati come **correlati**, gli scenari probabilistici essendo volti a specificare e a dare contenuto al m-t-m, che da solo, come avevano rilevato le stesse Sezioni Unite, *“comunica poco”* in ordine alla consistenza dell'alea.

In quest'ottica, per la Corte gli *«scenari probabilistici»* cui le Sezioni Unite hanno fatto riferimento *“consistono nella individuazione dei fattori che vengono posti in rapporto all'interno della formula matematica che viene a determinare il mark to market, in tal modo trasformando quest'ultimo da mero numero «oracolare» a risultato di un'operazione computazionale oggettiva, che non elide — evidentemente — l'alea dell'operazione IRS ma la rende «razionale» [...]”*.

### 4. Cosa deve intendersi esattamente per “scenari probabilistici”?

La Corte si sofferma quindi sul concetto di “scenari probabilistici”, menzionati ma non esplicitamente definiti dalle Sezioni Unite<sup>6</sup>, e chiarisce che di essi non sembra rinvenirsi traccia nella normativa di settore, fatta eccezione per i riferimenti contenuti nell'allegato IV al Regolamento UE 1286/2014 (Regolamento PRIIPs), *“laddove si discorre di scenari di performance, i quali «sono una stima della performance futura sulla base di prove relative alle variazioni passate del valore di questo investimento e non sono un indicatore esatto»”*.

<sup>6</sup> Come noto, le SS.UU. non hanno indicato cosa dovesse intendersi per “scenari probabilistici”, dando origine ad una giurisprudenza confusa e oscillante. Emblematica C. App. Milano n. 3382/2021, in cui il Collegio affermava *“quale che sia il concreto significato del termine “scenari probabilistici” (utilizzato dalla Corte di Cassazione senza alcuna ulteriore specificazione [...] certamente nel contratto concluso tra le parti non è esplicitato alcun dato che possa ricondursi alla nozione di “scenario probabilistico”, pertanto il contratto in questione è nullo [...]”* (enfasi aggiunta). Nelle poche pronunce che si sono addentrate nella questione, gli scenari probabilistici sono stati identificati con *“le conseguenze del verificarsi degli eventi di volta in volta presi in considerazione (nel caso di specie, la fluttuazione dei tassi)”* (Trib. Bergamo, n. 786, 18 giugno 2022) o con i *“possibili scenari dell'andamento dei prodotti derivati”* (C. App. Firenze, n. 898, 28 aprile 2023; in senso analogo anche Trib. Roma, Sez. XVI, n. 5912 del 4 aprile 2024) così da essere in certo qual modo equiparati a scenari di rendimento potenziale, di tipo *“what if”*. In altri casi, gli scenari probabilistici sono stati assimilati a *“gli scenari di performance in cui la società avrebbe incassato un differenziale positivo e gli scenari di performance in cui la società avrebbe pagato un differenziale negativo.”* (C. App. Milano, n. 2352, 18 luglio 2023) o considerati come forniti al cliente ogniqualevolta questi avesse ricevuto informazioni sulla curva *forward*, ritenuta in certo qual modo rappresentativa dell'alea correlata all'investimento (C. App. Firenze 18/10/2023).

I Giudici della Prima Sezione Civile sono cristallini nell'affermare che questo è *“il solo riferimento spendibile”* nel panorama normativo e ne traggono la necessaria conclusione: è evidente che gli scenari probabilistici non possono essere intesi come una (ovviamente impossibile) previsione certa del futuro andamento dei tassi. L'eventuale inserimento di una tale previsione all'interno dei contratti sarebbe inutile e addirittura fuorviante in quanto *“del tutto teorica, aleatoria e tale da sfiorare l'aruspicina”* al pari del pronostico dell'andamento dei tassi di interesse in qualunque contratto di mutuo a tasso variabile.

Al contrario, per la Corte, l'espressione *«scenari probabilistici»* utilizzata dalle Sezioni Unite va intesa *“nel senso di fare riferimento al novero delle informazioni relative a dati storici (principalmente, rendimento medio e volatilità) utilizzati per la determinazione del mark-to-market e rivelatori della “qualità” dell'alea e dunque della stessa misura dei costi, pur se impliciti”* (nostra enfasi).

Emerge, in conclusione, un significato di “scenario probabilistico” incentrato *“sull'analisi storica dell'andamento medio del prodotto finanziario”* sull'assunto che il futuro si comporterà come il passato, e dunque privo di qualsiasi valutazione basata sulle aspettative future - che, del resto, scontrerebbe un inevitabile difetto di oggettività, non rientrando nei *«criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi»* richiesti dalle Sezioni Unite.

Sebbene nella teoria economico-finanziaria sia noto un concetto di scenari probabilistici inteso come distribuzioni di probabilità implicite nei prezzi di mercato, che riflettono le aspettative sull'andamento futuro delle variabili finanziarie, è chiaro l'indirizzo racchiuso nelle due ordinanze: l'espressione *“scenari probabilistici”* impiegata dalle Sezioni Unite va letta in senso *“atecnico”*, calata nel contesto della comprensione della misura dell'alea, come strumento informativo che, pur basato sull'andamento storico del prodotto, fornisce indicazioni ulteriori rispetto al m-t-m ai fini della comprensione del rischio.

### 5. È opportuna una distinzione tra derivati plain vanilla e derivati complessi

Se l'informativa che è alla base del concetto di alea razionale (in particolare quella relativa agli scenari probabilistici) è funzionale all'esigenza che il cliente valuti compiutamente i rischi dell'operazione, la specificità nell'indicazione degli «scenari probabilistici» dev'essere direttamente proporzionale alla complessità del singolo contratto IRS.

Più complesso lo strumento finanziario, maggiori le informazioni da comunicare affinché il cliente possa consapevolmente determinarsi.

Nel caso di contratti con finalità di copertura, di ridotta complessità, l'indicazione del *m-t-m* e della sua formula di determinazione non richiede, invece, una particolare analiticità, potendosi individuare i due fattori sulla base di regole diffuse sul mercato finanziario, *“al punto che in tali casi potrebbe ritenersi non necessaria una specifica indicazione, qualora la stessa sia comunque desumibile dall'architettura della concreta operazione e si basi su modelli diffusi e di largo impiego”* (enfasi aggiunta)<sup>7</sup>.

La Corte evidenzia che per un derivato IRS *“plain vanilla”*, la determinazione del *fair value* è tendenzialmente lineare e basata sul *“discounted cash flow method”*. Tale metodo, basato sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi, *“ben può essere individuato dalla generalità degli operatori senza bisogno di specifiche indicazioni”*.

A parere di chi scrive è questa un'indicazione assai rilevante in quanto conferma l'approccio già seguito da vari operatori di mercato nei propri set contrattuali.

In ogni caso, anche per i contratti IRS di elevata complessità, la specificazione delle indicazioni relative al *m-t-m* non può spingersi per la Corte sino ad inserire nel contratto *“elementi valutativi probabilistici e matematico-finanziari eccessivamente dettagliati”* – circostanza che sarebbe controproducente rispetto all'esigenza di definire l'alea contrattuale.

Nell'ordinanza n. 2358/2026 la Corte aggiunge un ultimo importante elemento: poiché a venire in rilievo è la verifica della meritevolezza, le informazioni rilevanti a fini dell'apprezzamento dell'*alea* non debbono essere necessariamente inserite all'interno del contratto, essendo sufficiente che l'investitore abbia ricevuto tali informazioni (anche nell'ambito, dunque, dell'informativa precontrattuale fornita al cliente, oppure sulla base di dati di pubblica disponibilità) per poter consapevolmente valutare il rischio assunto.

Conclude la Corte (richiamando un concetto già espresso dalle Sezioni Unite<sup>8</sup>) che l'accertamento dell'idoneità delle informazioni comunicate al cliente in ordine alla *«misura qualitativa e quantitativa dell'alea»* è in ultima analisi un **accertamento di fatto** che, in quanto tale, è riservato *case by case* alla valutazione del giudice del merito.

Si tratta di chiarimenti fondamentali, che auspicabilmente consentiranno di superare l'automatismo che ha caratterizzato la giurisprudenza post-Cattolica, in cui la mera formale assenza dell'indicazione del *m-t-m* e degli scenari probabilistici si è tradotta meccanicamente nella declaratoria di nullità dei contratti IRS, generando così un quadro di incertezza giuridica assai rischioso in un mercato finanziario sofisticato come quello dei derivati.

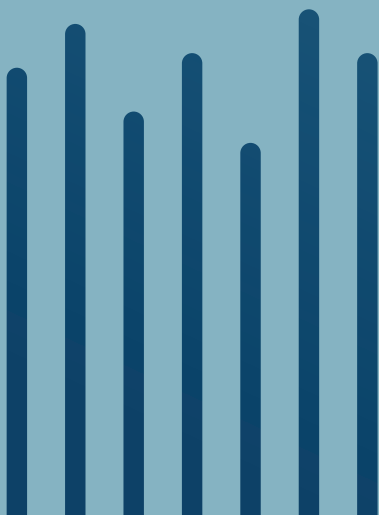
<sup>7</sup> Una spiegazione dettagliata del perché i requisiti della sentenza Cattolica non rilevano per i contratti IRS di copertura era stata elaborata subito dopo la pronuncia stessa nell'autorevole contributo di Anolli, A. Perrone in *“La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare.”* in Rivista di Diritto Bancario, Luglio/Settembre 2020.

<sup>8</sup> Le Sezioni Unite avevano prospettato che *“[A]ppare perciò corretto l'esame condotto caso per caso, attraverso un approccio concreto; quell'approccio che ha portato il giudice di merito ad affermare le conseguenze sanzionatorie in quei rapporti contrattuali”* (par. 9.7 della sentenza Cattolica).





**Giurisprudenza**





# Giurisprudenza

di Matilde Maria Troiani

## Cassazione civile, sez. I, 21/01/2026, n. 1361

Oggetto: nullità del contratto di investimento concluso fuori sede in assenza dell'indicazione del diritto di recesso.

*La mancata indicazione del diritto di recesso nei documenti contrattuali relativi all'acquisto di prodotti finanziari conclusi fuori sede dà luogo alla nullità dei contratti di investimento ai sensi dell'art. 30 TUF, rendendo esperibile la domanda di ripetizione dell'indebito, anziché configurarsi come mera responsabilità da inadempimento. (Massima redazionale)*

\*\*\*\*\*

## Cassazione civile, sez. II, 30/10/2025, n. 28736

Oggetto: inapplicabilità del principio del favor rei alle sanzioni amministrative previste dal TUF.

*Le sanzioni amministrative per violazioni del TUF non hanno natura penale. Pertanto, non trova applicazione la disciplina della retroattività della legge penale più favorevole, atteso che il principio del favor rei non si estende in assenza di una specifica disposizione normativa alla materia delle sanzioni amministrative. Il principio applicabile è quello del tempus regit actum, il quale impone l'applicazione della normativa vigente al momento della consumazione dell'illecito.*

\*\*\*\*\*

## Cassazione penale, sez. II, 25/11/2025, n. 40072

Oggetto: configurabilità del reato ex art. 166 TUF per la vendita di bitcoin in assenza degli adempimenti previsti dagli artt. 91 ss. TUF.

*La vendita di bitcoin reclamizzata come proposta di investimento e la ricezione di provviste attraverso attività di cambio tra valuta legale e virtuale, anche con finalità di reinvestimento, rientrano nella nozione di "prodotto finanziario" secondo il TUF. Si tratta, pertanto, di attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF, la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF.*

\*\*\*\*\*

## Cassazione civile, sez. I, 03/11/2025, n. 29024

Oggetto: la promozione di strumenti finanziari presso gli uffici del promotore finanziario configura offerta fuori sede ai sensi dell'art. 30 TUF.

*Ai fini dell'applicabilità della disciplina di offerta fuori sede prevista dall'art. 30 TUF, l'attività di promozione e collocamento di strumenti finanziari deve attuarsi presso la sede legale dell'intermediario au-*

*torizzato o una sua dipendenza, intesa come unità locale dotata di autonoma organizzazione e decisionale, aperta al pubblico e che presta continuativamente servizi e attività di investimento. La promozione presso i soli uffici del promotore finanziario non esime l'intermediario dall'osservanza delle prescrizioni di recesso previste per il contratto quadro e i successivi ordini di negoziazione negoziati fuori sede. (Massima redazionale)*

\*\*\*\*\*

## Cassazione civile, sez. II, 22/10/2025, n. 28122

Oggetto: le sanzioni amministrative applicate dalla CONSOB per violazione dell'art. 94 TUF in materia di offerta al pubblico non hanno natura penale ai fini dell'art. 6 CEDU.

*Le sanzioni amministrative pecuniarie applicate dalla CONSOB per violazione in materia di offerta al pubblico di titoli ex art. 94 TUF, non sono sanzioni amministrative di carattere punitivo, non pongono un problema di compatibilità con le garanzie riservate ai processi penali dall'art. 6 CEDU, nel senso che non sono equiparabili – per tipologia, severità, incidenza patrimoniale e personale – alle sanzioni CONSOB relative all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, entrambe ritenute sostanzialmente penali.*

\*\*\*\*\*

## Cassazione civile, sez. I, 30/09/2025, n. 26454

Oggetto: nullità per difetto di forma del contratto quadro di negoziazione titoli sottoscritto da uno solo dei cointestatari.

*Il contratto quadro di negoziazione titoli, sottoscritto da uno solo dei due cointestatari, è nullo per difetto di forma ai sensi dell'art. 23 del TUF, senza necessità di indagare se la partecipazione dell'altro sia stata essenziale, essendo tale negozio qualificabile come contratto bilaterale con parte soggettivamente complessa. (Massima redazionale)*

\*\*\*\*\*

## Cassazione civile, sez. II, 03/10/2025, n. 26708

Oggetto: il dovere di agire informati degli amministratori non esecutivi di società bancarie non può essere rimesso alle sole segnalazioni degli organi delegati.

*Ai sensi dell'art. 2381 c.c., gli amministratori deleganti oltre a determinare il contenuto e i limiti della delega devono "impartire direttive agli organi delegati" ed hanno il dovere di "agire in modo informato" per cui, ai fini della responsabilità, la conoscibilità dei fatti pregiudizievoli equivale alla conoscenza effettiva, atteso il dovere individuale d'informarsi in seno all'organo collegiale di appartenenza. Tale dovere acquista particolare pregnanza in ambito bancario, in quanto*

“in tema di sanzioni amministrative il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del business bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche ai fini dell'esercizio dei poteri, spettanti al consiglio di amministrazione, di direttiva o avocazione concernenti operazioni rientranti nella delega”.

\*\*\*\*\*

**Corte giustizia Unione Europea, sez. V, 27/11/2025, n. 567/24**

Oggetto: la presunzione di correttezza del corrispettivo nell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria ha natura relativa e può essere superata in determinate circostanze.

*L'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, deve essere interpretato nel senso che la presunzione che tale disposizione stabilisce, secondo cui il corrispettivo proposto in un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria dei titoli di una società è giusto, deve essere considerata una presunzione relativa che può essere superata in circostanze quali quelle previste dall'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva o definite dallo Stato membro interessato in applicazione di quest'ultima disposizione, a*

*condizione che tali circostanze non siano state portate all'attenzione dell'autorità di vigilanza di tale Stato membro, ai fini della modifica del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria preliminare, o che esse emergano solo dopo la chiusura di tale offerta, quando una tale modifica non è più possibile.*

\*\*\*\*\*

**Arbitro per le Controverse Finanziarie, decisione n. 8424 del 12 marzo 2026**

Oggetto: Ricorso avverso l'intermediario per violazione degli obblighi di informativa attiva, passiva e on going in occasione dell'adesione all'aumento di capitale di un emittente quotato.

*In ipotesi di contestata responsabilità dell'intermediario per inadempimento degli obblighi di informativa attiva e passiva, nonché di informativa on going, in relazione all'adesione dell'investitore a un'operazione di aumento di capitale, ove il servizio prestato sia di natura meramente esecutiva – e non di consulenza o gestione di portafoglio – occorre verificare, da un lato, se l'intermediario abbia trasmesso le comunicazioni relative all'operazione e rinviato alla documentazione ufficiale dell'emittente e, dall'altro, se la valutazione di appropriatezza risulti supportata dal questionario MiFID, dal quale emerga che il cliente possedeva adeguate conoscenze ed esperienze finanziarie in materia di strumenti azionari. Anche nell'ipotesi in cui l'intermediario non abbia fornito un set informativo specifico ulteriore rispetto alla documentazione d'ordine e al rinvio al sito dell'emittente, il ricorso non può essere accolto qualora non sia configurabile il necessario nesso di causalità tra le carenze informative contestate e il danno lamentato: a tal fine, il giudizio controfattuale – secondo il criterio del “più probabile che non” – conduce a escludere il nesso causale quando il profilo dell'investitore, la sua pregressa e successiva operatività su strumenti finanziari ad elevato rischio e la piena consapevolezza del livello di rischio del titolo rendano ragionevolmente certo che l'operazione sarebbe stata posta in essere anche in presenza di una corretta e completa informativa.*



