

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

1 / 2018 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036-4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

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

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

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

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

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

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

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, L. Ludovici, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

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

L. Di Brina, I. Sabbatelli

## INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Presentazione</i> (Introduction).....	1
MARIANO CIERVO – <i>Il rischio di money laundering e money dirtying connesso alle piattaforme e alle operazioni di crowdfunding: valutazione e gestione alla luce delle recenti evoluzioni normative</i> (The risk of money laundering and money dirtying related to crowdfunding platforms and operations: assessment and management in light of the recent regulatory developments).....	3
SABRINA GUARNIERI – <i>La normativa finanziaria dei commodity derivatives con particolare riferimento ai mercati energetici</i> (The financial regulation of commodity derivatives in the wholesale energy markets).....	28
FIORENZA MARIN – <i>Verso la Capital Markets Union: le nuove trading venue nella Mifid II e nel Mifir</i> (New MiFID regulation of trading venues as a step forward in the path towards the Capital Markets Union).....	59
FRANCESCO MONACCHI – <i>I nuovi operatori nel settore dei pagamenti</i> (New schemes for the European payments system according to PSD2).....	90
COSIMO PIO ALESSANDRO PAPPADÀ – <i>La regolamentazione europea della risoluzione del gruppo cross-border</i> (The European regulation of the resolution of the cross-border group).....	108
ALESSANDRA QUARTARONE – <i>Etica in finanza</i> (Ethics in finance).....	129

## **PRESENTAZIONE**

### *(Introduction)*

1. Sono lieto di riprendere la tradizione di pubblicare alcuni significativi scritti, scelti tra i saggi presentati dai partecipanti al Master in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari” - organizzato dall’Università LUISS G. Carli di Roma in associazione con la Fondazione G. Capriglione Onlus - a conclusione di ogni anno accademico. Mi piace ricordare che da molti anni la LUISS, con la realizzazione di tale Master, offre ad un’ampia platea di laureati la possibilità di perfezionarsi nella disciplina assicurativa, bancaria e finanziaria realizzando un intenso programma di studi, svolto grazie agli interventi di docenti universitari e di protagonisti ed esperti del settore.

Il confronto tra differenti culture consente ai discenti di fruire di elementi conoscitivi (anche di natura extra-giuridica) necessari per l’approfondimento - sia in campo professionale che teorico scientifico - delle tematiche oggetto d’osservazione. Da qui la peculiarità del Master che realizza un’attenta conciliazione tra i diversi profili del diritto e dell’economia, offrendo soluzioni coerenti col divenire dei processi e con i cambiamenti dell’ordine del mercato.

E’ con viva soddisfazione che segnalo gli esiti positivi di questa metodologia d’insegnamento, cui è riconducibile il successo conseguito da un gran numero dei partecipanti ai corsi. Ed invero, tra coloro che, nel tempo, hanno frequentato il Master si rinvengono laureati di alta qualità i quali, in detta sede, hanno potuto completare la loro preparazione, sì da realizzare le loro aspirazioni in campo lavorativo. Tra questi si annoverano vincitori di concorsi nella BCE e nella Banca d’Italia, esponenti di importanti istituzioni finanziarie, come la Consob e la Covip, e di enti bancari di primaria rilevanza, nonché legali che lavorano presso noti studi internazionali.

2. Anche nel corso terminato nella primavera del 2018 la presentazione

degli elaborati richiesti ai partecipanti (su argomenti trattati nell'anno accademico) si caratterizza per la qualità della ricerca, che denota alti livelli di preparazione e di crescita culturale. Tali lavori - nell'evidenziare come le conoscenze acquisite a livello teorico possano essere proficue sul piano delle concretezze operative - affrontano interessanti profili d'indagine, inserendosi nel dibattito che occupa gli studiosi della materia e offrendo riflessioni che possono assumere rilievo ai fini della ricostruzione dei modelli e degli strumenti proponibili.

Come nel passato, ritengo opportuno condividere con i lettori della *Rivista trimestrale di diritto dell'economia* alcuni dei saggi presentati; il rigore dell'analisi, la specificità delle tematiche trattate, gli spunti originali di riflessione, di cui essi sono portatori, costituiscono, a mio avviso, giustificata motivazione per diffonderne la conoscenza. In essi vengono affrontate problematiche dei tempi presenti, donde la loro specificità nell'interpretare il *cambiamento* che il Paese sta vivendo, nel superare le numerose incertezze causate da una regolazione (di prevalente provenienza europea) sempre più complessa e, talora, caratterizzata da aspetti contraddittori. A ciò si aggiunga il mio personale convincimento che l'apertura ai giovani di una *Rivista* di consolidata tradizione - la quale è divenuta col passare degli anni punto di riferimento culturale per gli studiosi di diritto dell'economia - rappresenta la modalità ottimale per assicurare a quest'ultima una crescita futura, qualificata da un particolare legame alla realtà, quale solo i giovani sanno realizzare.

Roma, giugno 2018

**Francesco Capriglione**

**IL RISCHIO DI MONEY LAUNDERING E MONEY DIRTYING  
CONNESSO ALLE PIATTAFORME E ALLE OPERAZIONI DI  
CROWDFUNDING: VALUTAZIONE E GESTIONE ALLA LUCE DELLE  
RECENTI EVOLUZIONI NORMATIVE \***

*(The risk of money laundering and money dirtying related to crowdfunding platforms and operations: assessment and management in light of the recent regulatory developments)*

**ABSTRACT:** *This paper analyses the possible connection between a given segment of FinTech, that is “crowdfunding”, and some criminal (and economic) phenomena, such as money laundering and money dirtying. Crowdfunding – considered in all its main declinations – has indeed some peculiar features (i.e. “anonymity” or “pseudonymity” features) that expose it to several risks of criminal instrumentalisation and manipulation for the purpose of laundering illicit capital or financing criminal and terrorist organizations. Considering the increasing relevance of FinTech in the current financial landscape, and the growing diffusion of crowdfunding as alternative financial model to traditional credit channels, this work offers a point of view on the state of awareness, on the part of the Lawmakers and Supervisory Authority (European and national), about the related risks of criminal distortions. In conclusion, the analysis highlights that – although currently a (unsystematic) set of rules can have direct or indirect enforcement – there is a need of a new practical approach and detailed rules specially designed to manage and contain the specific threats posed by massive commingling between finance, technology and social media, with a view to establish a more legal, efficient and competitive financial market, alternative but safer for users and businesses.*

---

\*Contributo approvato dai revisori.

**SOMMARIO:** 1. *Crowdfunding, money laundering e money dirtying*. Profili fenomenologici e giuridici. – 2. Il *nuovo volto* della criminalità finanziaria? “*Verlagerungseffekt*” e consapevolezza. – 3. Strumentalizzazione criminale delle piattaforme e delle operazioni: le dinamiche, i *casì* e gli effetti. – 4. Gestione e mitigazione del rischio: regolazione e *compliance*. Problemi di *effettività*? – 5. Riflessioni conclusive.

1. L'ultima crisi economica globale, avendo radicalmente minato la solidità e la stabilità dei sistemi di intermediazione finanziaria e creditizia *tradizionali*, ha *favorito* - di - indiretta conseguenza l'affermazione di *modelli alternativi* di circolazione e allocazione delle risorse finanziarie<sup>1</sup>.

Da un lato, gli operatori di settore hanno cominciato a elaborare nuove soluzioni di *business* che consentissero loro di sottrarsi alla *rigidità* dei vincoli prudenziali e operativi impostigli dalla regolazione bancaria, in prospettiva di una maggiore efficienza e redditività d'impresa; dall'altro, individui, famiglie e imprese hanno iniziato a polarizzare il loro interesse verso *forme* di risparmio-investimento e approvvigionamento *alternative* ai canali tradizionali del credito, più *dinamiche*, efficienti e redditizie.

Il *commingling* di queste due esigenze è stato senz'altro *agevolato* dal massivo *sfruttamento* delle *Information&Communication Technologies* (ICT), che - integrate con le metodologie proprie dell'offerta finanziaria e creditizia - hanno determinato la genesi di canali finanziari fortemente *innovativi*, caratterizzati da una drastica marginalizzazione del ruolo dell'intermediario (*distintermediazione*) e da una sempre più ampia possibilità di *interazione diretta* tra soggetti in *deficit* e soggetti in *surplus*.

Il fenomeno descritto è stato denominato *Financial Technology revolution*, più comunemente conosciuto come *FinTech*<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Disintermediazione bancaria e nuove forme di finanziamento*, in *Nuova finanza e sistema italiano*, ed. UTET, 2016.

<sup>2</sup>Cfr. PANETTA, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana*, intervento all'inaugurazione del *Fintech District*, Comune di Milano - Ministero dell'Economia e delle Finanze, Milano,

Tra i principali prodotti *FinTech* è senza dubbio possibile ascrivere il *crowdfunding* (letteralmente, *finanziamento attraverso la “folla”*), ossia una innovativa metodologia di *ricerca, distribuzione e allocazione* di risorse finanziarie che si fonda sull'utilizzo delle ICT, in particolare del *web*, per permettere un quanto più ampio coinvolgimento della “*folla*” (*crowd*) – di potenziali risparmiatori-investitori – nel finanziamento (*funding*) di iniziative, progetti e imprese opportunamente pubblicizzate, in prospettiva di un particolare *return on investment* ovvero per *semplice adesione* fondata su ragioni strettamente personali<sup>3</sup>.

In un'operazione di *crowdfunding*, il *contatto* tra le parti interessate – sebbene *diretto* - avviene in una dimensione rigorosamente *a-fisica*, a distanza, attraverso il solo filtro di un sito *internet*, la c.d. *piattaforma*, sulla quale esse registrano i propri *profili di identità digitale*, i c.d. *accounts*, e per il tramite di essi interagiscono, determinando – con un elevato livello di *personalizzazione* – il contenuto dei relativi rapporti economico-giuridici.

Alla piattaforma sovrintende un soggetto, il c.d. *gestore*, il quale – tuttavia – non assolve a una vera e propria funzione di intermediario, quanto – piuttosto – di *overseer passivo* del *matching* tra domanda e offerta di risorse provenienti dagli *accounts*, oltre che di *garante* del corretto funzionamento dell'*infrastruttura digitale*.

Il trasferimento dei fondi può avvenire - a seconda dei casi - in varie forme, e prevalentemente attraverso il ricorso a strumenti di pagamento a connotazione altamente innovativa: *payment gateways* (ad es., *PayPal*), carte di credito, carte di debito e prepagate, bonifici bancari e SMS<sup>4</sup>. A questi strumenti, inoltre, devono senz'altro aggiungersi le *criptovalute* (*bitcoin* e *similia*), pure am-

---

26 settembre 2017.

<sup>3</sup>Cfr. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, CEDAM, 2014; AA.VV. (a cura di CAPRIGLIONE), *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2013; PIATTELLI U., *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, 2013.

<sup>4</sup>Cfr. STARTED, *Il crowdfunding in Italia. Report 2015*, crowdfundingreport.it, 2015.

piamente utilizzate. I flussi di valore generati dai trasferimenti sono fatti confluire dapprima su *conti* intestati all'operazione di *raccolta* (tenuti dal gestore della piattaforma o da una struttura di supporto *a latere*) e poi, solo nel caso in cui venga raggiunta la *quota minima di fundraising*, vengono posti a disposizione del prestatore. In caso contrario, le somme vengono restituite ai finanziatori.

I tempi di realizzazione di un'operazione siffatta si attestano a livelli molto più bassi rispetto a quelli necessari per il perfezionamento di una qualunque operazione bancaria finalizzata all'ottenimento di linee di credito da parte del cliente interessato.

Per quanto attiene ai costi, inoltre, occorre osservare che l'abbattimento dell'attività di intermediazione si riflette nella relativa diminuzione delle spese connesse e nella netta vantaggiosità per il cliente rispetto ai tradizionali canali di credito.

Consideratene le caratteristiche, il *crowdfunding* si attesta come una chiara espressione della *sharing economy*, teleologicamente orientata all'*inclusione finanziaria* (sostenere ciò che non è finanziabile secondo le tradizionali forme di credito) e ispirata alle logiche e ai principi della *network-based economy* (*orizzontalmente* strutturata e articolata *a rete*, fortemente *disintermediata*).

Allo stato attuale, sebbene se ne registri una particolare affermazione negli Stati con una più elevata *cyber-culture* (Stati Uniti, Regno Unito, Giappone)<sup>5</sup>, in Italia e nei maggiori Paesi europei il *crowdfunding* – anche se *in crescita* – non ha ancora raggiunto *volumi* rilevanti e, soprattutto, realmente *competitivi* rispetto ai modelli creditizi tradizionali<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup>Cfr. DE LUCA, *Il crowdfunding nell'esperienza internazionale: storia, statistiche e quadri normativi*, in *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Documento del 31 luglio 2015, Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

<sup>6</sup>Cfr. 2° *Report italiano sul crowdfunding*, Osservatorio di CrowdFunding della School of Management – Politecnico di Milano, luglio 2017; STARTED, *Il crowdfunding in Italia. Report 2017*, crowdfundingreport.it, 2017.

Per quanto attiene all'aspetto puramente giuridico del fenomeno, inoltre, si osserva che il *crowdfunding* presenta – nell'esperienza italiana ed europea – un quadro di regolazione di settore fortemente *disomogeneo*, con diverse *gradazioni* di disciplina, dipendenti dalle differenti declinazioni che di esso sono riscontrabili e rispetto a ciascuna delle quali si è registrata una differente intensità di attenzione da parte del Legislatore e del Regolatore.

Sicché, attesa la rappresentata *disorganicità regolatoria* che attiene al fenomeno in esame, possono riscontrarsi - ad oggi – incertezze esegetiche ancora rilevanti circa la natura delle piattaforme, e dei relativi gestori, oltre che delle operazioni e delle relazioni finanziarie che nel corso di esse vengono intessute tra le parti interessate.

A tal punto, si rende possibile la seguente considerazione: se da un primo punto di vista il *crowdfunding* può apparire come un'*opportunità*<sup>7</sup> per la ripresa economica (basti pensare al possibile *efficientamento* del sistema bancario/finanziario che potrebbe derivare dall'abbassamento dei costi di intermediazione creditizia, determinato da una maggiore competitività nel mercato) e per garantire un maggiore livello di inclusione finanziaria, da un altro punto di osservazione – consideratene alcune particolari caratteristiche *strutturali*<sup>8</sup> e l'eventuale minor grado di attenzione riservato ad esso dalle Autorità di vigilanza rispetto ad altri settori – potrebbe risultare soggetto al c.d. *verlagerungseffekt*, ossia all'interesse strumentalizzante della criminalità economica a scopo di *money laundering* (riciclaggio di denaro, autoriciclaggio, reimpiego di proventi illeciti in attività lecite) e *money dirtying* (finanziamento di organizzazioni e atti-

---

<sup>7</sup>Cfr. DE LUCA , *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Documento del 31 luglio 2015, Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

<sup>8</sup>Per quanto attiene al tema dello sviluppo parallelo di tecnologia, finanza e criminalità economica cfr. BUFFA, *Internet e criminalità. Finanza telematica off-shore*, Giuffrè, Milano, 2001; SAVONA -DE FEO, *International money laundering trends and prevention/control policies*, in *Responding to money laundering. International perspectives*, (a cura di) SAVONA E., 1997; MASCIANDARO-MANTICA , *Evoluzione del sistema dei pagamenti, internet e cybericiclaggio: prime riflessioni*, in *Mercati finanziari e riciclaggio. L'Italia nello scenario internazionale*, (a cura di) BRUNI -MASCIANDARO, Egea, Milano, 1998.

ività terroristiche, foraggiamento di organizzazioni e attività criminali, ma anche corruzione e fenomeni simili, frodi fiscali), che tende a polarizzarsi su settori economici *nuovi*, meno regolati e controllati e, donde, *meno esposti*<sup>9</sup>.

E' opportuno chiarire che, in termini puramente fenomenologici, si può definire il *money laundering* (ML) come un complesso di atti, attività e operazioni giuridico-economiche che, avendo ad oggetto *disponibilità di valore di provenienza illecita*, è funzionalmente diretto a fornire ad essa un *giustificativo legale*, dotandola di *apparente liceità* e, di conseguenza, di un *potere d'acquisto* originariamente non posseduto. Le organizzazioni criminali, infatti, hanno interesse ad alterare il c.d. *paper trail* della ricchezza illecita maturata nell'ottica di *ostacolare* e – laddove possibile – di *impedire* la ricostruzione della genesi criminale della stessa da parte delle Autorità preposte alla prevenzione e alla repressione<sup>10</sup>.

Il *money dirtying*, invece, è il complesso di attività ed operazioni giuridico-economiche che – dotate di *apparente liceità* – vengono poste in essere, in modo *distorsivo* e *strumentale*, al fine di consentire il trasferimento di risorse finanziarie *pulite* – di provenienza lecita, quindi – ad organizzazioni criminali o terroristiche, per finalità di finanziamento e supporto, sia *consapevole* che *inconsapevole*, delle attività da esse svolte<sup>11</sup>.

I fattori di rischio rilevabili a riguardo, infatti, sono molteplici e svariati. In primo luogo, - si noti - è di tutta evidenza che il *crowdfunding* presenta importanti *anonymity* (rectius, *pseudonymity*) *features*, ossia caratteristiche atte a garantire l'*anonimato* o quasi degli utenti (attraverso l'uso di *pseudonimi* o di identità fittizie o illecitamente sottratte) e idonee a *frustrare* l'adeguatezza e

---

<sup>9</sup>Cfr. CASTALDO-NADDEO, *Il denaro sporco. Prevenzione e repressione nella lotta al riciclaggio*, CEDAM, 2010.

<sup>10</sup>Cfr. AA.VV. (a cura di) CONDEMI-DE PASQUALE, *Lineamenti della disciplina internazionale di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 60, Banca d'Italia, Febbraio 2008.

<sup>11</sup>Rinvio a n. 10.

l'effettività dell'eventuale *customer due diligence* da parte del gestore della piattaforma, ossia di quell'attività di verifica e controllo del cliente volta ad individuare eventuali profili di anomalia rispetto all'operazione finanziaria da esso posta in essere. In secondo luogo, l'*accessibilità diretta* degli strumenti operativi, così come la *celerità* delle operazioni di scambio, sono profili che inevitabilmente accrescono l'*appeal* del *crowdfunding* per la criminalità economica.

Si consideri, poi, che la non sempre pacificamente chiara natura giuridica dei gestori delle piattaforme (e delle piattaforme stesse) fa emergere importanti profili d'incertezza circa l'applicabilità ad essi della normativa antiriciclaggio europea (IV Direttiva Antiriciclaggio, UE/849/2015) e nazionale (D.lgs. n. 231/2007, come da ultimo modificato dal D.lgs. n. 90/2017, e norme secondarie d'attuazione) e in ordine al loro soggiacimento ai c.c.d.d. *obblighi di collaborazione attiva* da questa previsti. Tale situazione d'incertezza, oltretutto, risulta aggravata dalla mancata ricomprensione espressa del *crowdfunding* nell'ambito *oggettivo* di applicabilità della normativa antiriciclaggio come dalla stessa puntualmente definito<sup>12</sup>.

Il quadro situazionale fino a qui descritto, quindi, pone alcune rilevanti questioni problematiche. Rileva, infatti, la necessità di *prevenire* e *gestire* il rischio di ML/MD connesso alle operazioni e alle piattaforme di *crowdfunding* nella prospettiva di tutelare sia l'*interesse generale* normalmente sotteso (combattere il potere economico della criminalità e del terrorismo e minarne, conseguentemente, le capacità di *improvement* sostanziale) sia quello di *settore*, particolare e propriamente *economico*. Il ML/MD, - si osservi - sono fenomeni ad elevata caratura criminale, sì, ma con importanti implicazioni distorsive in termini economici<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Rapporto della Commissione al Parlamento e al Consiglio Europeo sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che attengono al mercato interno e relativi ad operazioni all'estero*, 26 giugno 2017.

<sup>13</sup>Sulla necessità di un approccio "metagiuridico" all'analisi del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo cfr. CASTALDO-NADDEO, *op. ult. cit.*; sul carattere economico-finanziario dei fenomeni criminali in esame cfr. AA.VV. (a cura di) CONDEMI-DE PASQUALE, *op. ult. cit.*.

Può intuitivamente comprendersi che la strumentalizzazione criminale del *crowdfunding* può significativamente comprometterne la capacità di affermazione come servizio finanziario alternativo ai canali di approvvigionamento finanziario tradizionali. Il rischio di inquinamento criminale del settore, infatti, potrebbe progressivamente far apparire troppo rischiose le operazioni di investimento-risparmio per il cliente-medio non compromesso e molto poco conveniente, in termini economici e *reputazionali*, l'assolvimento della *funzione-piattaforma* da parte di operatori economici "puliti".

In tale ottica, il rischio di distorsione criminale diviene rischio di *neutralizzazione* della competitività e della vantaggiosità del settore economico interessato.

Ne consegue, quindi, l'imprescindibile necessità di elaborare sistemi e modelli (di regole, di *compliance* e di controllo) che siano da un lato *idonei* a garantire una efficace *prevenzione* e *gestione* del rilevato rischio di ML/MD, tenuto conto delle caratteristiche proprie delle operazioni di *crowdfunding* e delle possibili tecniche di *cybericiclaggio* utilizzabili, e dall'altro tali da non risultare – per costi, dinamiche e tempi – *incompatibili* con le esigenze di *business*, perseguite dai gestori di piattaforma, di *razionalizzazione* dei costi e di durata delle operazioni di *fundraising*.

2. Gli studi relativi ai *white collar crimes*, e in particolare alle fattispecie di criminalità finanziaria come il ML/MD, hanno evidenziato la *tendenza* delle organizzazioni criminali ad abbandonare i settori economici *maggiormente presidiati* al fine di sfruttare, invece, le *opportunità* offerte da quelli meno regolati e attenzionati.

L'interesse economico-criminale, quindi, viene generalmente *orientato* verso meccanismi e strumenti finanziari *sempre nuovi*, nell'ottica di sfruttarne tutte le potenzialità per trarne il maggior vantaggio in termini di *apparenza di*

*liceità* – a copertura di attività economiche sostanzialmente illecite – e di possibile *redditività*. Il *trend* appena descritto viene definito *verlagerungseffekt* (letteralmente, *effetto “spostamento”*)<sup>14</sup>.

Concentrarsi sulla comprensione dell’*effetto spostamento* può rappresentare un’efficace strategia per il Regolatore e per le Autorità di controllo, dato che ciò può consentire una valutazione *prognostica* di quali possono essere le *mosse future* delle organizzazioni economico-criminali, nell’ottica di assumerne la necessaria *consapevolezza* e predisporre i necessari – e, possibilmente, adeguati – presidi preventivi e repressivi.

In ragione di quanto premesso, e tornando all’oggetto specifico del presente lavoro, quindi, è possibile domandarsi *quale sia – ad oggi – il livello di consapevolezza del rischio di ML/MD connesso alle operazioni e alle piattaforme di crowdfunding*.

Oltreoceano, il *Financial Crimes Enforcement Network* (FinCEN) – l’Autorità istituita presso il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti preposta al contrasto dell’utilizzo illecito del sistema finanziario, del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo – già nel 2015 osservava che il *crowdfunding* risultava esposto a molteplici rischi di infiltrazione e impiego criminale e che, nel ventaglio dei *casi emersi*, il 43% di essi era rappresentato da fatti di riciclaggio e finanziamento di organizzazioni terroristiche<sup>15</sup>.

Contestualmente, in Europa, l’*European Securities Market Authority* (ESMA) pubblicava le proprie *Questions and Answers – Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing* (ESMA/2015/1005), nelle quali rilevava – in relazione alla sola declinazione *equity-based crowdfunding* (raccolta di capitale di rischio attraverso piattaforme digitali) – la particolare *vulnerabilità* del settore rispetto a ipotesi di *infiltrazione* e *strumentalizzazione*

---

<sup>14</sup>Rinvio a n. 9.

<sup>15</sup>Cfr. *Financial Crimes Enforcement Network, Department of Treasury of United States of America, SAR Narrative Spotlight: Rewards-based Crowdfunding Draws Unwanted Attention*, in *FinCEN SAR Stats- Technical Bulletin – october 2015*.

criminale, derivante in primo luogo dalle caratteristiche strutturali delle operazioni e dalle dinamiche di interazione tra parti interessate e piattaforme e, in seconda istanza, dall'assoluta *disorganicità* della regolazione di settore tra i diversi Stati membri<sup>16</sup>.

Più recentemente la Commissione Europea – nel proprio “*Report to the European Parliament and to the Council on the assessment of risks of money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross-border situations*” del 26 giugno 2017 – ha valutato *significant* (significativa) la *vulnerabilità* dei servizi di *crowdfunding* nel contesto comunitario (in ragione della riscontrata *disomogeneità* della regolamentazione di settore e della non pacifica applicabilità dei presidi normativi antiriciclaggio ai soggetti che vi operano) sebbene la relativa *minaccia* sia considerata *moderately significant* (moderatamente significativa), attesa la non ancora rilevante affermazione dello strumento, annoverato – oltretutto – tra i *quaranta prodotti e servizi finanziari presenti sul mercato interno* non direttamente oggetto di applicabilità della IV Direttiva Antiriciclaggio e, pertanto, *esposti* al rischio<sup>17</sup>.

In Italia, infine, l'Unità di Informazione Finanziaria presso Banca d'Italia, con Comunicazione del 18 aprile 2016, ha segnalato come “*anche... [le] piattaforme di crowdfunding, l'utilizzo di strumenti di pagamento, anche in valuta, sempre più veloci ed economici [nonché] il ricorso a valute virtuali [...] possono essere utilizzate per finalità di finanziamento del terrorismo*”<sup>18</sup>.

Nonostante gli *alert* appena riportati rivelino una particolare *consapevolezza* del problema e del rischio, può osservarsi che il Legislatore italiano, così come le Autorità di regolazione, pur potendo ampliare *espressamente* l'ambito

---

<sup>16</sup>Cfr. EUROPEAN SECURITIES MARKET AUTHORITY (ESMA), *Questions and Answers – Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing*, ESMA/2015/1005, 1 luglio 2015.

<sup>17</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Rapporto* cit. n. 12 (*rinvio*).

<sup>18</sup>Cfr. UNITÀ D'INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA, *Comunicazione del 18 aprile 2016 sulla prevenzione del finanziamento del terrorismo internazionale*, Roma, 2016.

di applicabilità oggettiva e soggettiva della normativa nazionale antiriciclaggio<sup>19</sup>, nel procedere al recepimento della IV Direttiva mediante il D.lgs. n. 90/2017, con il quale sono state apportate drastiche modifiche al D.lgs. n. 231/2007, non ha fatto riferimento alcuno al *crowdfunding*.

Ad ogni modo, sarà possibile osservare che – sebbene in assenza di presidi antiriciclaggio *diretti* – questo innovativo modello di operatività finanziaria gode di una *complessa*, seppure *parziale*, forma di tutela *indiretta*.

3. Prima di procedere all'analisi dei *presidi antiriciclaggio indiretti* che assistono il *crowdfunding* nell'esperienza nazionale è preliminarmente necessario soffermarsi sulla disamina di quali sono le *dinamiche* attraverso le quali un'operazione di *web fundraising* può essere strumentalizzata per finalità di ML/MD.

E' previamente necessario chiarire, tuttavia, che il *crowdfunding* può assumere varie e specifiche *forme*, distinguibili in *classiche* e non, le quali – nella loro materiale estrinsecazione – possono andare ad incidere sulle connotazioni delle dinamiche relazionali che si andranno a descrivere.

Ad esempio, in un'operazione di *equity crowdfunding* (nella quale - per il tramite di una piattaforma - una *startup* o una PMI, c.d. *issuer*, raccoglie *capitale di rischio* da una *moltitudine* di *investors*), un soggetto, con disponibilità di fondi di provenienza illecita da *ripulire*, potrebbe *accordarsi* con una o più imprese *di copertura* – o comunque indirettamente riconducibili allo stesso titolare dei fondi *sporchi* – per ricorrere a una piattaforma digitale nell'ottica di organizzare una *fittizia* operazione di *fundraising* dalla quale – grazie agli *scambi denaro-partecipazioni* ed, eventualmente in seguito, *partecipazioni-denaro* (con la

---

<sup>19</sup>La COMMISSIONE EUROPEA, nel *Report* già richiamato alle nn. 12 e 17, prendendo atto dell'assenza in seno alla normativa europea di un richiamo espresso al *crowdfunding*, ha segnalato ai Legislatori nazionali la facoltà - conferita loro dall'art. 4 della IV Direttiva Antiriciclaggio (UE/849/2015) - di ampliare l'ambito soggettivo ed oggettivo di applicabilità della disciplina in sede di recepimento. Per considerazioni critiche sul punto cfr. REURTS N., *Virtual currencies, crowdfunding and the money laundering and terrorist financing risk*, brightlinelaw.uk, 8 agosto 2017.

cessione delle prime sul *mercato secondario*) – ricavare un effetto *cleaning* dei fondi impiegati, grazie all'alterazione del *paper trail* determinato dalle triangolazioni poste in essere.

Allo stesso modo, dietro a un'operazione di *lending crowdfunding* – o anche conosciuto come *peer2peer lending crowdfunding*, o ancora, in Italia, come *social lending* – (nella quale, un individuo, un'organizzazione o un'impresa, c.d. *borrower*, può – per il tramite di una piattaforma, c.d. *marketplace* – ottenere finanziamenti da una moltitudine di prestatori, c.d. *lenders*, i quali avranno diritto al rimborso con maggiorazione di interessi in base ad un piano di ammortamento predefinito), è possibile che si celi una triangolazione finalizzata a operazioni di ML/MD.

Si pensi, infatti, all'ipotesi in cui 1) il *borrower*, organizzazione o individuo, intenzionato alla realizzazione di un atto (o di un'attività) criminale o terroristico, e a tal fine necessitando di risorse economiche, utilizza il *marketplace* per il reperimento dei fondi di cui ha bisogno, simulando di perseguire una finalità lecita (ipotesi di *money dirtying*, mista a *frode* nel caso in cui i fondi provengano da finanziatori *inconsapevoli*) ovvero al caso in cui 2) due o più soggetti (*borrowers* e *lenders*) si accordino collusivamente per ricorrere a un *marketplace* al fine di avvalersene per realizzare una serie di prestiti-scambi reciproci con l'impiego di fondi di derivazione illecita perché - attraverso la creazione di una rete di operazioni giuridico-economiche apparentemente e formalmente lecite – beneficiano del conseguente effetto alterativo del *paper trail (cleaning)*, dovuto alla progressiva *stratificazione* di strutture lecite ad occultamento della genesi illecita dei fondi impiegati (operazione di *money laundering*).

Estremamente *vulnerabile*, poi, a ipotesi di distorsione criminale – soprattutto per finalità di *money dirtying* – appare la declinazione *crowdfunding donation-based*, in cui – attraverso una piattaforma digitale – una particolare iniziativa (spesso benefica) o impresa viene finanziata da una *moltitudine* di

aderenti, a titolo gratuito. Non è improbabile, infatti, che attraverso un'operazione *donation-based* un'organizzazione, di copertura o indirettamente collegata ad un'organizzazione criminale o terroristica, allo scopo di reperire finanziamenti da destinare alle proprie attività illecite, chieda supporto finanziario attraverso una piattaforma digitale, simulando a tal fine il perseguimento di uno scopo morale o di una iniziativa lecita.

Così come altamente *esposto* al rischio di strumentalizzazione sembra essere il *reward-based crowdfunding*. Con questa tipologia di *fundraising*, infatti, un'impresa o un'organizzazione raccoglie – sempre per il tramite di una piattaforma digitale – fondi da una moltitudine di investitori, i quali – per controprestazione – ricevono un *reward* (ricompensa), che può consistere in un *gadget*, in un *pre-ordine*, nella partecipazione agli utili o alle perdite dell'impresa finanziata (*revenue sharing*) ovvero, infine, in un dato ammontare di *criptovalute* (*Initial Coin Offerings*, o ICOs)<sup>20</sup>.

Si pensi, invero, a ipotesi come quella in cui un'impresa, indirettamente collegata a un'organizzazione criminale dedita a traffici illeciti (ad esempio, droga, armi, esseri umani, prostituzione), lancia una campagna di *reward crowdfunding*, invitando – attraverso canali alternativi – i distributori della rete criminale ad aderirvi. Effettuati i pagamenti, i distributori ricevono dei *gadgets* che fungono da *titoli d'acquisto* per il ritiro della *merce illecita*. In casi siffatti, il vantaggio che risulta all'organizzazione criminale è rappresentato dal fatto che il pagamento per la prestazione illecita trova, *almeno apparentemente*, una *giustificazione causale assolutamente legale*, ossia la campagna di *fundraising* (e la realizzazione del progetto di copertura).

Si ritiene, inoltre, che il livello di *vulnerabilità* di un'operazione di *reward crowdfunding* si accresca sensibilmente nei casi in cui essa assume le forme di una *Initial Coin Offering* (ICO). In tali casi, infatti, il corrispettivo che viene rico-

---

<sup>20</sup>Cfr. DAGNINO, *Initial Coin Offering (ICO) e offerta al pubblico di prodotti finanziari*, Diritto24, 18 ottobre 2017.

nosciuto al finanziatore è rappresentato da un *token*, ossia da valute digitali che, fondate su *blockchain* o *similia*, sono suscettibili di essere spese per finalità di consumo così come di essere impiegate in *operazioni monetarie*. E' intuibile, così, l'*appeal* che un'operazione del genere può esercitare su organizzazioni criminali dedite ad attività di *laundering* o *dirtying*, dato il particolare effetto *disguising* che è naturale conseguenza dello scambio *denaro-criptovalute*, attesa anche la maggiore difficoltà di tracciamento di queste ultime.

Prescindendo dalla varietà delle relazioni che possono configurarsi tra le parti in un'operazione di *crowdfunding* strumentalizzata per finalità di ML/MD, però, si rileva – come elemento comune alle varie fattispecie rappresentate – che è *determinante* il ruolo della piattaforma e del suo gestore nella riuscita o meno di un'operazione di ML/MD attraverso un'iniziativa di *crowdfunding*.

Si osserva, infatti, che la *collusione* del gestore (il quale, in tal caso, diviene *parte attiva* dell'operazione criminale, promettendo di non assolvere ad attività di *due diligence* e di non effettuare alcuna segnalazione alle Autorità) quanto la sua *passività* o *neutralità* (non assolvimento o superficiale effettuazione dell'attività di *due diligence* sull'operazione) favoriscono le organizzazioni criminali nella realizzazione di attività di ML/MD, non costringendo queste ultime a dover ricorrere a particolari *artifici* al fine di *occultare* l'effettiva illiceità dei fondi utilizzati o la *non autenticità* delle iniziative o dei progetti per i quali vengono richiesti finanziamenti.

Tuttavia, non è improbabile che, anche nel caso in cui alla piattaforma sovrintenda un gestore "pulito" e *collaborativo* (rispetto alle Autorità di prevenzione e contrasto), un'iniziativa di *crowdfunding* possa essere distorsivamente impiegata per finalità illecite. A sostegno di questo assunto, è possibile richiamare uno specifico caso esemplificativo: la "strage di San Bernardino" del 2 dicembre 2015. In quel caso, infatti, l'attentatore riuscì a ottenere un importo di 28.500 dollari – utilizzati per il compimento dell'attentato – attraverso la piatta-

forma di *peer2peer lending crowdfunding* americana *Prosper*, superando facilmente tutti gli *step* di *due diligence* AML/CTF, condotti sia da quest'ultima che dall'istituto bancario di supporto<sup>21</sup>.

In altri casi, invece, è emerso un *contegno assolutamente neutrale* da parte dei gestori delle piattaforme, che ha finito per consentire lo sviluppo di triangolazioni ai limiti della legalità.

In un primo caso, infatti, risalente al giugno 2017, un gruppo nazionalista francese, legato alle frange radicali dell'estrema destra, ha promosso una iniziativa di *donation crowdfunding* per il finanziamento di azioni di sabotaggio e contrasto all'attività svolta dalle Organizzazioni Non Governative nel Mar Mediterraneo per il salvataggio dei migranti provenienti dal Nord Africa<sup>22</sup>.

In una seconda circostanza, invece, un gruppo di imprenditori americani ha promosso una *Initial Coin Offering* per dare vita a un grande "mercato decentralizzato della prostituzione", in cui grazie alla tecnologia *blockchain* è stato creato un fitto sistema di "privacy e segretezza" a copertura dell'identità degli utenti<sup>23</sup>.

Sembra inequivoca, quindi, l'attitudine del *crowdfunding* – se non oggetto di opportuno attenzionamento in prospettiva di prevenzione – a costituire un possibile strumento di riciclaggio e foraggiamento di attività terroristiche e illegali.

Tuttavia, oltre a questa particolare idoneità a fungere da *strumento di moltiplicazione della ricchezza e del potere criminale*<sup>24</sup>, è necessario osservare che, *sul piano degli effetti*, in tutti quei casi in cui i flussi di valore impiegati in

---

<sup>21</sup>Sul caso cfr. WHITCOMB-McALLISTER, *California shooters borrowed \$ 28,500 before attack*, reuters.com, 9 dicembre 2015; ERMAN-BARLYN, *Online lenders in spotlight following San Bernardino shooting*, time.com, 9 dicembre 2015.

<sup>22</sup>Cfr. DOTTI, *Il crowdfunding dell'odio: xenofobia, prostituzione, terrorismo*, vita.it, 8 agosto 2017.

<sup>23</sup>Rinvio a n. 22.

<sup>24</sup>In merito al concetto di riciclaggio come *moltiplicatore di criminalità* cfr. ZANCHETTI M., *Il riciclaggio di denaro proveniente da reato*, Giuffrè, 1997; MASCIANDARO D., *Banche e riciclaggio, analisi economica e regolamentazione*, Edibank, Milano, 1997.

operazioni di *crowdfunding* illegalmente strumentalizzate vengono canalizzati su imprese ovvero organizzazioni prenditrici *non ancora inquinate*, si configurano *ambigue* dinamiche relazionali tra criminalità ed economia, che negativamente impattano sugli equilibri e sulla stabilità dei mercati<sup>25</sup>.

Deve osservarsi, infatti, che le organizzazioni criminali hanno tutto l'interesse a confondersi con l'imprenditoria sana, ad *eteroindirizzarla*, poiché tale *commistione* permette loro di porre in essere *investimenti e riaccumulazioni*<sup>26</sup>, direttamente orientati alla generazione di profitto con immediato *potere d'acquisto* e dotato di *apparente* liceità.

Di converso, gli operatori economici *target* rimangono imbrigliati in pericolosi legami di dipendenza finanziaria, caratterizzati da *temporaneità e instabilità*, in quanto il supporto economico prestato dalle organizzazioni criminali può essere *sottratto in ogni momento*, con l'effetto dell'inequivoca *degradazione* dell'impresa strumentalizzata da *valore del mercato a valore di mercato*<sup>27</sup>.

Ineluttabile, dunque, appare la predisposizione di un efficace e adeguato sistema di regole e controlli per la prevenzione delle distorsive dinamiche sopra rappresentate.

4.La Raccomandazione FATF-GAFI n. 15, rubricata "Nuove tecnologie" recita "*I Paesi e le istituzioni finanziarie devono identificare e valutare i rischi di riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo che possono insorgere per effetto [dell'] utilizzo di nuove tecnologie in fase di sviluppo sia per prodotti nuovi che per prodotti preesistenti. Nel caso di istituzioni finanziarie, la valutazione del rischio deve precedere [...] l'utilizzo di tecnologie nuove o in fase di sviluppo. Le istituzioni finanziarie devono adottare misure appropriate per gestire e miti-*

---

<sup>25</sup>Cfr. MASCIANDARO-DONATO, *Moneta, banca, finanza. Gli abusi di mercato. Economia e diritto*, Hoepli, Milano, 2001; MASCIANDARO,  *Mercati e illegalità, economia e rischio criminalità in Italia*, Egea, 1999.

<sup>26</sup>Cfr. MASCIANDARO, *op. ult. cit.*.

<sup>27</sup>Cfr. CASTALDO-NADDEO, *op. ult. cit.*.

*gare tali rischi”.*

In relazione al *crowdfunding*, dunque, quanto possiamo ritenere il contesto normativo europeo e nazionale *compliant* rispetto alla richiamata Raccomandazione?

E' necessario, quindi, comprendere se, e *in che modo*, al *crowdfunding* risulta oggi applicabile la normativa europea e nazionale antiriciclaggio, e – di conseguenza – capire se i gestori di piattaforma possano ritenersi o meno soggetti all'osservanza degli *obblighi di collaborazione attiva antiriciclaggio*.

Un primo nodo da sciogliere a tal fine, però, risulta quello dell'*inquadramento giuridico* del *crowdfunding*.

Pur mancando, a livello europeo, una disciplina specifica, il Legislatore italiano è stato il primo a livello europeo a dedicarsi alla disciplina del fenomeno, sebbene solo parzialmente, limitandosi alla regolazione del solo *equity-based crowdfunding*, al quale sono oggi dedicati due articoli del TUF (artt. 50<sup>Quinquies</sup> e 100<sup>Ter</sup>), rispettivamente rubricati “*gestione di portali per la raccolta di capitale per le start-up innovative e PMI*” e “*offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*”. La definizione di “*portale*”, invece, è contenuta – sempre nel TUF – all'art. 1, c. 5<sup>Novies</sup><sup>28</sup>.

In materia di *peer2peer lending crowdfunding*, poi, pur non essendosi avuto alcun interessamento diretto da parte del Legislatore, è attualmente possibile ricavare delle *soft rules* dalla Delibera n. 584 del 2016 della Banca d'Italia, “*Provvedimento recante disposizioni per la raccolta di risparmio dei soggetti diversi dalle banche*”, che ha espressamente dedicato al *social lending* la Sezione IX, nella quale – in *funzione puramente ricognitiva* – è formulato un chiaro *rinvio* alla disciplina europea e nazionale dei *servizi di pagamento*, sottolineando che

---

<sup>28</sup>Il Legislatore è intervenuto per la prima volta in materia il 18 ottobre 2012, con l'adozione del D.l. n. 179 (convertito dalla L. n. 221/2012), recante “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*” (meglio conosciuto come Decreto Crescita Bis). Successivamente, nuove norme sono state adottate con la L. 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Stabilità 2017) e il “*correttivo*” apportato con D.l. n. 50 del 24 aprile 2017. La Consob è stata designata Autorità di settore con funzioni di regolazione, vigilanza e controllo. A gennaio 2018 è entrato in vigore il nuovo Regolamento Consob dedicato al *crowdinvesting*, adottato con delibera n. 20204 del 29 novembre 2017.

l'esercizio di attività di *marketplace* in violazione delle necessarie *riserve* comporta l'inevitabile assoggettamento alle sanzioni, anche penali, previste dal TUB<sup>29</sup>.

Relativamente al *donation-based crowdfunding* e al *reward-based crowdfunding*, invece, ad oggi non si registra alcun diretto intervento normativo, né da parte del Legislatore né del Regolatore.

Quanto appena rappresentato consente di formulare alcune prime significative considerazioni in materia di gestione e mitigazione del rischio di ML/MD connesso al *crowdfunding*.

In particolare, gli interventi normativi o *quasi normativi* che hanno interessato, rispettivamente, l'*equity crowdfunding* e il *social lending* hanno determinato un netto *avvicinamento* tra il concetto di *gestore di piattaforma* e quello di *istituzione finanziaria*, con un naturale *passo in avanti* in termini di tutela del settore dal rischio di infiltrazioni criminali per finalità di riciclaggio e finanziamento di attività criminali o terroristiche<sup>30</sup>.

A ben vedere, infatti, sia il Legislatore che il Regolatore sono stati molto chiari nel definire i confini soggettivi della funzione di *gestione della piattafor-*

---

<sup>29</sup>Il Provvedimento stabilisce che l'attività di *social lending* "è consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti" e specifica che – salvo che non si tratti di banche, alle quali è consentita la *raccolta di risparmio tra il pubblico senza limiti* anche attraverso piattaforme di *lending crowdfunding* – ai gestori dei *marketplaces* tale attività è preclusa se non nei limiti della "ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento dai gestori, se autorizzati [...ovvero] di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati". Per i *prenditori*, invece, la raccolta di fondi non viola la riserva se essa si concretizza in "acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori ovvero di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale". Per una più esaustiva disamina del tema cfr. POLITECNICO DI MILANO-SCHOOL OF MANAGEMENT, *Secondo Report italiano sul CrowdInvesting*, 2017; crowd-funding.cloud, *Normativa del social lending crowdfunding*, 2017; Id., *La gestione di portali di social lending e i suoi sotto-modelli*, 2017; BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e Finanza* n. 357, Banca d'Italia, marzo 2017.

<sup>30</sup>Sull'importanza dell'*avvicinamento* tra piattaforme e istituzioni finanziarie per finalità di prevenzione e gestione del rischio di ML/MD cfr. VELDHUIZEN-KOEMAN K.M., *Financial institutions and crowdfunding. Exposure to money laundering and terrorist financing and what could be done to mitigate it*, in studio condotto per ACAMS, Advancing Financial Crime Professional Worldwide, 2017.

*ma*: in materia di *equity crowdfunding*, tale funzione può essere assolta solo da banche, OICR, imprese di investimento ovvero da società autorizzate dalla Consob e iscritte in un apposito Registro previsto dall'art. 50 *Quinquies* del TUF (*do- vendo queste, però, per la gestione dei conti e l'esecuzione degli ordini dei clien- ti, essere affiancate da una banca, da un'impresa di investimento o da un OICR*)<sup>31</sup>; per quanto attiene al *social lending*, invece, la funzione *gestoria* del *marketplace* è esercitabile solo da banche, istituti di pagamento, istituti di mo- neta elettronica ovvero da intermediari *ex art. 106 TUB* autorizzati a prestare servizi di pagamento<sup>32</sup>.

Evidentemente, si tratta di soggetti tutti sottoposti a *vaglio autorizzativo* delle Autorità di settore per l'esercizio delle rispettive attività, in forza della le- gislazione e della regolazione creditizia e finanziaria, e, soprattutto, *tutti espres- samente rientranti nel novero dei soggetti* che – ai sensi della disciplina europea e nazionale antiriciclaggio – sono *tenuti a osservare gli obblighi di collaborazio- ne attiva AML/CTF, ossia di adeguata verifica della clientela (KYC-CDD), di regi- strazione e conservazione dei dati acquisiti e di segnalazione alla UIF delle c.d. operazioni sospette (SOS)*<sup>33</sup>.

Sicché, alla luce di quanto appena esposto, anche in ordine al *donation crowdfunding* e al *reward crowdfunding* è possibile operare alcune riflessioni. In uno sforzo di *interpretazione sistematica*, infatti, è possibile ritenere che anche le operazioni di *fundraising* effettuate attraverso le suddette metodologie ope- rative possono considerarsi presidiate, *in via indiretta*, dalla normativa antirici- claggio. Tali operazioni, invero, sebbene non soggette a una specifica disciplina giuridica ed eventualmente gestite da operatori economici non regolamentati o soggetti ad autorizzazione, importano comunque la generazione di flussi mone- tari e necessariamente esigono, per la gestione dei conti e l'esecuzione degli or-

---

<sup>31</sup>Art. 50 *Quinquies* del Testo Unico della Finanza.

<sup>32</sup>Cfr. Sez. IX della Delibera 584 del 2016 della Banca d'Italia.

<sup>33</sup>L'ambito *soggettivo* di applicabilità della normativa antiriciclaggio nazionale è definito dall'art. 3 del D.lgs. n. 231 del 2007, come da ultimo modificato dal D.lgs. n. 90 del 2017.

dini, l'intervento – a supporto – di soggetti regolati come banche o *providers* di servizi di pagamento, ossia di soggetti che rientrano nell'ambito soggettivo di applicabilità della disciplina antiriciclaggio (i. e. soggetti agli obblighi di collaborazione attiva). D'altra parte, però, si ribadisce che questa è una valutazione di tipo puramente interpretativo che, al momento, non trova riscontro diretto in alcuna fonte normativa, né di rango primario né secondario.

Tuttavia, l'attrazione del settore in esame - sebbene *indiretta* - nell'ambito di applicabilità della IV Direttiva antiriciclaggio e della normativa nazionale di recepimento non appare sufficiente a garantire la piena *neutralizzazione* del rischio di ML/MD connesso alle piattaforme di *crowdfunding*, soprattutto se si considera che il trasferimento del denaro nel corso delle campagne di *web fundraising* avviene mediante l'utilizzo di strumenti e sistemi di pagamento ad elevata connotazione elettronica e digitale che sono stati ritenuti dallo stesso Legislatore europeo ancora troppo *vulnerabili e accessibili alle organizzazioni criminali e terroristiche per il trasferimento dei loro fondi*, nonostante le misure previste dalla IV Direttiva<sup>34</sup>.

Per sopperire a questo *gap*, però, lo stesso Legislatore europeo ha provveduto ad adottare il Regolamento UE/2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi, e teleologicamente orientato ad assicurare un più elevato livello di *tracciabilità* dei flussi di pagamento, il quale ha imposto ai *Payment Services Providers* (quindi anche alle piattaforme di *crowdfunding*, se gestite da soggetti autorizzati, ovvero ai soggetti *a latere* di cui i gestori si avvalgono per la tenuta dei conti o per l'esecuzione degli ordini) rilevanti obblighi di *strong customer authentication and due diligence* AML/CTF, nonché di sospensione temporanea o definitiva e segnalazione in caso di operazioni sospette, nelle ipotesi di trasferimento di denaro *person to person*, per

---

<sup>34</sup>Considerando (8) del Regolamento UE/2015/847 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006. Sulla relazione *ambivalente* tra ML/MD e sistemi di pagamento cfr. anche Siclari D.-Fucile V., *Sistemi di pagamento e misure antiriciclaggio*, 2008.

somme complessive superiori a € 1.000, che avvengono mediante l'utilizzo di dispositivi di pagamento a prevalente connotazione elettronica o digitale<sup>35</sup>.

Ferma restando, dunque, l'esistenza di regole che fungono da presidio normativo AML/AMD, applicabili anche al *crowdfunding* e ai soggetti-fulcro di siffatte operazioni, ossia i gestori di piattaforma, occorre a questo punto interrogarsi sul grado di *effettività* ed *efficacia* di tali regole circa modelli finanziari nuovi, che assumono molto spesso caratteri profondamente diversi rispetto ai tradizionali servizi finanziari in ordine ai quali sono state - in origine - elaborate e testate le misure di prevenzione e contrasto contemplate dalla normativa antiriciclaggio, pur recentemente riformata.

Si rileva, invero, che più che un problema di *tracciabilità dei flussi* - limitato, se vogliamo, dalla operatività interamente digitale, la quale lascia sempre inequivocabilmente *traccia* -, il rischio di ML/MD in un'operazione di *crowdfunding* dipende piuttosto dalla imponente difficoltà, per i gestori di piattaforma, di accertare l'autenticità delle identità, delle iniziative e dei progetti degli utenti, dovute da un lato alla *a-fisicità* del contatto (c.d. operatività a distanza) e dall'altro dall'ingente mole di dati che la piattaforma è tenuta a gestire - di molto superiore, rispetto a una comune operazione bancaria - nel corso di un *web fundraising*, oltre che dalla necessità di procedere in tempi necessariamente molto contenuti<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup>Cfr. Considerando (16) del Regolamento UE/2015/847 il quale prevede che “*per non ostacolare l'efficienza dei sistemi di pagamento e per controbilanciare il rischio di indurre, a fronte di trasferimenti di fondi d'importo esiguo, a transazioni clandestine quale conseguenza di disposizioni troppo rigorose in materia di identificazione volte a contrastare la potenziale minaccia terroristica, nel caso di trasferimenti di fondi la cui verifica non è stata ancora effettuata, è opportuno prevedere che l'obbligo di verificare l'accuratezza dei dati informativi relativi all'ordinante o al beneficiario sia imposto unicamente in relazione a trasferimenti individuali di fondi superiori ai 1.000 euro, a meno che il trasferimento appaia collegato ad altri trasferimenti di fondi che insieme supererebbero i 1.000 euro, i fondi siano stati ricevuti o pagati in contrante o in moneta elettronica anonima o ove vi sia il ragionevole sospetto di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo*”. Inoltre, si vedano artt. 12 e 13 del citato Regolamento, rispettivamente rubricati “trasferimenti di fondi per i quali mancano i dati informativi relativi all'ordinante o al beneficiario” e “valutazione e segnalazione”.

<sup>36</sup>Cfr. VELDHUIZEN-KOEMAN K.M., *Financial institutions and crowdfunding. Exposure to money laundering and terrorist financing and what could be done to mitigate it*. Nello studio con-

Non basta, pertanto, ad avviso di chi scrive, richiamare la sussistenza dei presupposti normativi per ritenere che i gestori di piattaforma siano assoggettati all'osservanza degli *obblighi di adeguata verifica rafforzata*<sup>37</sup>. Il problema, infatti, non si ritiene risieda tanto nell'*an* dell'obbligo di una *quanto più intensa collaborazione attiva*, quanto piuttosto nel *quomodo* dell'assolvimento di esso.

La questione assume una significativa rilevanza se si prende in considerazione il fatto che la normativa antiriciclaggio, come *norma di chiusura* a completamento della definizione dei contenuti degli obblighi di collaborazione attiva degli intermediari, cristallizza il principio del *risk based approach*, ossia di quella *regola aurea* che rimette all'*autovalutazione* dei destinatari l'individuazione del livello di rischio a cui la loro operatività è *di fatto* esposta e alla *autodeterminazione* degli stessi l'individuazione delle misure e degli strumenti di *compliance* e *risk management*.

In un'ottica più *empirica*, dunque, i gestori delle piattaforme di *crowdfunding*, aperti a nuove forme – inesplorate – di operatività, rischiano di ritrovarsi *da soli* ad affrontare il *dilemma*: ritenere le caratteristiche connaturate, ontologiche, della loro operatività (digitale, informatica) *sufficienti* a garantire un idoneo livello di tracciabilità delle operazioni e ad assicurare, quindi, un

---

dotto per ACAMS, già richiamato alla n. 30 (*rinvio*), è contenuta una dettagliata analisi delle numerose *informazioni* che la piattaforma ha necessità di *acquisire* – e *incrociare* – al fine di procedere a una effettiva *strong customer authentication and due diligence* e individuare, del caso, i profili di anomalia che caratterizzano in tutto o in parte l'operazione di *crowdfunding*. Ai fini della presente indagine è necessario tener conto del fatto che, di per sé, la gestione di un'elevata mole di dati non rappresenta attualmente un rilevante problema per un operatore economico, ma tende a trasformarsi dal momento in cui per esigenze legali e operative la gestione dei flussi informativi deve aversi in tempi estremamente rapidi e, per esigenze di competitività, a costi contenuti.

<sup>37</sup>Il nuovo testo del D.lgs. n. 231/07, modificato dal D.lgs. n. 90/17, all'art. 24 (obblighi di adeguata verifica *rafforzata* della clientela) prevede che gli operatori sono tenuti ad assolvere alla verifica rafforzata – tra gli altri casi - quando i prodotti e i servizi offerti o gestiti “potrebbero favorire l'anonimato”. L'art. 25, poi, disciplina le particolari modalità attraverso le quali l'assolvimento degli obblighi rafforzati deve aversi. In particolare, il testo recita “*i soggetti obbligati, in presenza di un elevato rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, adottano misure rafforzate di adeguata verifica della clientela acquisendo informazioni aggiuntive sul cliente e sul titolare effettivo, approfondendo gli elementi posti a fondamento delle valutazioni sullo scopo e sulla natura del rapporto e intensificando la frequenza dell'applicazione delle procedure finalizzate a garantire il controllo costante nel corso del rapporto continuativo o della prestazione professionale*”.

adeguato livello di prevenzione AML/AMD, senza predisporre alcun presidio di *risk management* aggiuntivo<sup>38</sup>, e al contempo correre il rischio di *strumentalizzazione* criminale o di *attenzione*, talvolta anche particolarmente *invasivo* ed *incidente* a livello di *business*, delle Autorità di vigilanza e controllo<sup>39</sup>; oppure dotarsi di una avanzata funzione di controllo e gestione del rischio ML/MD, con elevati livelli di integrazione con le funzioni *compliance*, *legal* e *antifrode*, e avvalersi di nuovi *software*<sup>40</sup> che siano in grado di incrociare *in tempo reale* la sterminata mole di informazioni relative ai finanziatori e ai prenditori, magari facenti leva sui c.d. *big data* (ad esempio, le informazioni raccogliibili sul *web*, in particolare dai *social network*) o sulla c.d. *forensics data analysis* (analisi dei dati *biometrici* del cliente come iride, retina, impronta digitale, tratti somatici etc.) a fini di identificazione del cliente e controllo continuativo nel corso

---

<sup>38</sup>Cfr. *Ecco perché il FinTech non è un Far West. Le startup rispondono a Vegas*, articolo del 15 maggio 2017 pubblicato su BeBeez.it, Milano- Finanza.

<sup>39</sup>La normativa antiriciclaggio attribuisce alle Autorità di settore – UIF e Banca d’Italia – un ampio ventaglio di poteri, che spaziano da quelli *inibitori*, come la sospensione delle operazioni e delle attività, a quelli di tipo *sanzionatorio*, che consentono – al riscontro di violazioni della normativa in esame – l’irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie ai soggetti responsabili. E’ opportuno ricordare, sicché, che la normativa antiriciclaggio contempla *specifiche fattispecie di reato*, anche severamente punite, in caso di particolari violazioni degli obblighi di collaborazione attiva a cui è tenuto l’intermediario. Si noti, poi, che il riciclaggio rientra tra le fattispecie in grado di generare la c.d. *responsabilità amministrativa da reato dell’ente*, con la diretta conseguenza – per quanto qui attiene –, per i gestori di piattaforma, di dotarsi del c.d. “*modello di organizzazione 231*”.

<sup>40</sup>La società italiana Centrale Rischi Finanziari, meglio conosciuta come CRIF, ha elaborato un *software KYC-CDD-AML* denominato IDEa, ossia *IDentify Effective Analysis*, che “*consente di effettuare ricerche su una pluralità di database per la verifica delle informazioni personali fornite dal cliente. Integrandosi nei processi di istruttoria e di acquisizione/monitoraggio della clientela, [...] IDEa effettua le verifiche sul vasto patrimonio informativo del gruppo CRIF e fornisce come output un “report” (attestato di controllo) contenente gli esiti dei controlli e dei riscontri. Il servizio consente [...] di ottenere una conoscenza diretta della clientela e di incrementare l’attenzione anche a quelle relazioni intrattenute a distanza (Phone e Internet banking). Per tutti quegli istituti di credito che operano senza mai entrare in contatto diretto con il cliente (e-banking), IDEa rappresenta uno strumento imprescindibile di lavoro, poiché consente di raggiungere un livello di conoscenza della propria clientela estremamente ampio, in tempi molto rapidi e con un basso impatto organizzativo. L’assolvimento dei nuovi obblighi normativi può quindi diventare per l’azienda di credito un’occasione per impostare una gestione del cliente completa non solo in ottica di customer satisfaction e fidelizzazione, ma anche per gestire al meglio il rischio di credito. Conoscere la clientela fin dall’inizio di ogni rapporto contrattuale aiuta l’istituto di credito a gestire, preservare nel tempo, riscoprire e cogliere appieno il valore della relazione con il cliente stesso*”. Nell’esperienza italiana, IDEa è attualmente impiegato dalla piattaforma di *social lending* SOISY.

dell'operazione<sup>41</sup>, esponendosi, tuttavia e inevitabilmente, al rischio di incorrere in violazione della sempre più stringente regolamentazione europea in tema di *tutela della privacy* (la GDPR)<sup>42</sup>.

Si tratta, chiaramente, di scelte d'impresa che possono incidere fortemente sull'organizzazione e sui risultati economici delle piattaforme, riflettendosi sulla loro competitività, affidabilità, stabilità e *reputazione*.

Ne consegue, dunque, che la normativa antiriciclaggio e il suo principio cardine, il *risk based approach*, rischiano di esercitare un effetto *tenaglia*, se non adeguatamente accompagnate da regole tecniche peculiarmente dettate per il settore, sull'affermazione del *crowdfunding* come valido strumento di finanza *alternativo e sostenibile*.

5. Lo studio condotto cerca di evidenziare come la prevenzione e il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo rappresentano, oltre che funzioni di fondamentale importanza per la tutela dell'*interesse generale*, anche fattori estremamente incidenti sulla *vita* di un settore economico, e delle

---

<sup>41</sup>I sistemi che fanno leva sulla capacità di identificare il cliente in base alla raccolta e alla conservazione di dati biometrici offrono la possibilità di fornire un controllo integrato e contestuale anti-frode e antiriciclaggio. Le attività di *cybericiclaggio*, infatti, vengono il più delle volte realizzate attraverso l'illegittima e surrettizia acquisizione di dati personali di soggetti ignari che vengono utilizzati dai *cyberlaundrymen* per registrarsi e operare su piattaforme finanziarie digitali al fine di compiere triangolazioni e scambi volti alla ripulitura delle risorse illecite. Ricondere l'identità digitale a elementi fisici non alterabili del soggetto che richiede la prima registrazione significa marginalizzare il rischio di un successivo utilizzo dell'*account* da parte di un altro soggetto che si è surrettiziamente impossessato dei dati del primo per compiere attività illegali. Cfr. sul punto lo studio condotto da ERNST&YOUNG (EY) in materia, *Forensics Data Analytics. Globally integrated compliance review, litigation support and investigative services*, in cui si legge "the combination of anti-fraud and anti-money laundering (FRAML) is a recently developed model that aims to increase the parity and transparency of data sources and information through the consolidation of fraud and anti-money laundering (AML) resources. FRAML attests that in addition to the compliance procedures, AML investigations must include a team of knowledgeable professionals from the compliance, legal and fraud departments, who not only have experience within their respective fields but also have the capability to adapt their investigative techniques to the AML environment".

<sup>42</sup>Sul tema del delicato rapporto tra tutela della privacy e esecuzione delle misure antiriciclaggio, anche con riferimento all'impatto delle nuove tecnologie, cfr. MONTANARI, *Le novità del decreto legislativo di attuazione della IV Direttiva antiriciclaggio alla luce dell'audizione del Direttore dell'UIF e delle prescrizioni del Garante della privacy*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 27 aprile 2017.

imprese che vi operano, specialmente se in fase di affermazione e consolidamento.

Il tema costituito dal rapporto tra *crowdfunding* e antiriciclaggio, ma in generale tra *FinTech* e antiriciclaggio, è senz'altro uno degli imminenti *nodi da sciogliere*.

La *finanza digitale*, infatti, è destinata – secondo l'opinione degli osservatori – a scardinare il *dominio* dei modelli di credito e finanza tradizionali nell'arco del prossimo decennio, e ciò non appare improbabile in considerazione dell'impatto sempre più rilevante che la *digitalizzazione* sta avendo sull'*economia reale, sulla politica e sulla società*.

Certo è che a *nuovi*, e soprattutto *diversi*, modelli finanziari devono corrispondere necessariamente *nuovi modelli di tutela e protezione dai rischi criminali che attengono all'economia*. Tuttavia, l'elaborazione di tali nuovi modelli non può implicare soltanto una riflessione asettica sulle regole di settore, ma *impone valutazioni tecniche* che spaziano dalla *cybersicurezza* all'adeguatezza dei *software* di controllo e tangono *l'alto diritto*, con considerazioni che attengono alla tutela dei diritti fondamentali della persona umana come la riservatezza e la *privacy*.

Ad ogni modo, la *rivoluzione digitale della finanza* è ancora alla sua *presa della Bastiglia*. Per ulteriori analisi sul tema, devono inevitabilmente attendersi i suoi *ulteriori sviluppi*.

**Mariano Ciervo**

## LA NORMATIVA FINANZIARIA DEI *COMMODITY DERIVATIVES* CON PARTICOLARE RIFERIMENTO AI MERCATI ENERGETICI \*

*(The financial regulation of commodity derivatives  
in the wholesale energy markets)*

**ABSTRACT:** *This paper provides an overview of the application and implementation of the main European financial regulations to the wholesale energy markets.*

*In the first section, there is a brief description of these markets, with particular reference to Italy. The second part analyzes the financial regulations (REMIT, MiFID II, MAR, MAD, EMIR) for an operator in these energy markets, with a focus on the new provisions related to the emission allowances, considered as financial instruments under MiFID II.*

*The concluding remarks summarize the ratio of this regulation and de iure condendo the impacts of FinTech in this specific sector.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa: la principale normativa finanziaria dei *wholesale energy markets*. - 2. REMIT: 2.1. In generale. 2.2. I divieti di *insider trading* e *market manipulation* e gli obblighi di *reporting* e di *disclosure* di informazioni privilegiate. 2.3 Il sistema sanzionatorio. – 3. MiFID II: 3.1. Impatto sui mercati energetici. 3.2. La nuova definizione di strumento finanziario ed il c.d. REMIT *carve out*. 3.3. Le nuove esenzioni e le quote di emissioni. 4. EMIR: 4.1. I principali obblighi. 4.2. Le sanzioni e la proposta di riforma. 5. MAR: 5.1. Le quote di emissioni in particolare. 5.2. Il regime sanzionatorio ed il doppio binario. 6. Riflessioni conclusive: La *ratio* della normativa finanziaria per i mercati energetici e cenni alle nuove tecnologie.

1. La crisi finanziaria del 2008 con il fallimento di *Lehman Brothers* negli USA ha evidenziato la necessità da parte della comunità internazionale<sup>1</sup> di adot-

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup>Il G20 del settembre 2009 a Pittsburg ha stabilito in risposta alla crisi che “*all standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end 2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories*” e da qui EMIR e la riforma di MiFID. Cfr. G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, [http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009\\_communique\\_0925.html](http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009_communique_0925.html).

tare alcune misure per garantire la trasparenza del mercato degli strumenti finanziari e la vigilanza di quei contratti derivati negoziati *over the counter* (“OTC”), anche al fine di rendere più stabile tale mercato.

Il mercato dei derivati OTC è cresciuto in modo drastico anche per finalità speculative ed anche per questo motivo si è ritenuto necessario revisionare la normativa finanziaria<sup>2</sup>, tramite un’uniforme regolamentazione europea per eliminare le differenze territoriali tra i vari sistemi giuridici regolati dai singoli diritti nazionali, pur essendo il mercato globale<sup>3</sup>.

Nel corso degli ultimi anni si è avuto un diretto e preciso intervento del legislatore europeo<sup>4</sup>, sia applicando al settore del *trading* energetico e dei *commodity derivatives*, di cui gli *energy derivatives* fanno parte<sup>5</sup>, la normativa

---

<sup>2</sup>La principale normativa finanziaria europea sui derivati oggetto della presente analisi è costituita dalla direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (“*Market in Financial Instruments*” o “MiFID II”), che modifica la precedente direttiva 2004/39/EC (“MiFID I”), il Regolamento UE 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari (“*Markets in Financial Instruments Regulation*” o “MIFIR”), il Regolamento UE 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali ed i repertori di dati sulle negoziazioni (“*Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*” o “EMIR”) ed il Regolamento UE 596/2014 in materia di abusi di mercato (“*Market Abuse Regulation*” o “MAR”) e la Direttiva 2014/57/UE (“*Criminal Sanction Market Abuse Directive*” o “CSMAD” o “MAD II”) che modifica la direttiva 2003/6/CE (“MAD I”). Cfr. anche *Benchmark Regulation* n.1011/2016 (“BR”). L’11.05.2016 il Parlamento EU ha adottato l’esenzione dall’applicazione per i *Commodity dealers* della Direttiva UE 36 del 27.06.2013 “*Capital Requirement Directive o “CRD IV”, e Capital Requirements Regulation 575/2013 (“CRR”)* fino al 2020, lasciando alla Commissione Europea ed alle altre autorità coinvolte il compito di definire entro la nuova scadenza il *framework* regolatorio adeguato.

<sup>3</sup>Cfr. SASSO, *L’impatto della nuova riforma finanziaria sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur.Comm.* 2012, 39, p.903.

<sup>4</sup>Con l’obiettivo di uniformare la normativa negli Stati membri si è ricorso a delle fonti normative su più livelli. Dopo i regolamenti e le direttive le autorità europee intervengono nel livello 2 con norme dettaglio e con il *soft law* di 3 livello tramite comitati, raccomandazioni, linee guida “*Guidance*” e *Questions&Answers (Q&A) Frequently asked questions (FAQ)*, non direttamente vincolanti. Cfr. LEMMA V., *Soft law e regolazione finanziaria*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, II, p.600 ss, CAPRIGLIONE F. in *AA.VV Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE F, Padova, 2015, p.31, MOLONEY N., *EU Securities and Financial Market Regulation*, Oxford, 2014, p.862 ss e SCIARRONE ALIBRANDI A.- GROSSULE E., *MiFID II e commodity derivatives*, in TROIANO V.-MOTRONI R, *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, Padova, 2016, p.513.

<sup>5</sup>Gli *energy derivatives* sono quei derivati su *commodities*, il cui sottostante è costituito dall’energia o da prodotti energetici connessi. Al fine dell’individuazione bisogna fare riferimento all’art. 2, n. 1, Regolamento CE n. 1287/2006 del 10/8/2006 secondo cui per “*commodity*” si intende “*qualsiasi bene di natura fungibile che possa essere consegnato, compresi i metalli e i loro minerali e leghe, i prodotti agricoli e l’energia, come ad esempio l’elettricità*”. Dubbia è la natura di *commodity derivatives* dei *weather derivatives*, strumenti derivati per coprirsi dal rischio

introdotta per il settore finanziario e studiata con finalità e per degli strumenti differenti sia pubblicando il Regolamento UE 1227/2011 (*“Regulation on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency”* o *“REMIT”*), che ha esteso a tale specifico settore il divieto di *market manipulation* ed *insider trading*.

I derivati vengono utilizzati dagli operatori dei mercati energetici soprattutto con finalità di copertura (*“hedging”*) per tutelarsi da variazioni nei prezzi di mercato dell'energia e delle *commodities*, quali carbone, petrolio, gas o quote di emissioni, consentendo di neutralizzare le variazioni dei prezzi, bilanciando le perdite ed i guadagni di questi mercati con i guadagni e le perdite sul mercato dei derivati. Vi sono però anche attività di speculazione (*“trading”*), finalizzate a realizzare un profitto basato sull'evoluzione del prezzo dell'attività sottostante e di arbitraggio, quando si sfrutta un momentaneo disallineamento tra il prezzo del derivato e quello del sottostante, energia od altro combustibile (gas o carbone).

La definizione di mercato dell'energia all'ingrosso può essere mutuata dall'art.2 (6) REMIT, secondo cui si tratta di *“un mercato all'interno dell'Unione in cui sono negoziati prodotti energetici all'ingrosso”* intendendo sia i mercati infragiornalieri (*“intraday”*), del giorno prima (*“day-ahead”*), di bilanciamento, della capacità e del trasporto che i mercati dei derivati.

In tutti i paesi europei i mercati dell'energia ed i mercati finanziari dei derivati su *commodities* si strutturano in modo simile con due mercati diversi, ma complementari, essendo stati creati i primi per la consegna fisica dell'energia ed i secondi per la gestione del rischio del prezzo. Nel mercato *“fisico”* è necessario anche il dispacciamento ed il trasporto dell'energia ed i contratti devono prevedere sempre la consegna dell'energia, mentre in quelli dei derivati è possibile prevedere sia la consegna che il *cash settlement*, cioè il pagamento del differenziale. La normativa applicabile è diversa, così come le au-

---

volumetrico legato alle condizioni metereologiche, citati nell'allegato 1 C10 MiFID II *“altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche”*.

torità di vigilanza. Tuttavia, tale netta distinzione ultimamente è venuta meno, in quanto anche il mercato fisico è stato utilizzato per fare *trading* ed anche per questo motivo la normativa finanziaria europea è stata estesa anche ai mercati dell'energia, dove operano anche gli intermediari finanziari sia italiani che stranieri.

Il mercato elettrico libero in tutta Europa ha preso l'avvio a seguito della direttiva 96/92/CE<sup>6</sup> ed in Italia con il D.lgs 16/3/1999, n. 79<sup>7</sup> (c.d. "*Decreto Bersani*"). I partecipanti al mercato dell'energia *wholesale* sono essenzialmente i proprietari degli impianti di produzione di energia elettrica ed i *traders* od i grossisti di energia elettrica che si scambiano l'energia elettrica su mercati con sistemi di offerte regolamentate, ovvero al di fuori del mercato organizzato e standardizzato attraverso contratti bilaterali negoziati direttamente tra le parti. Il ruolo svolto dai mercati energetici all'ingrosso è essenziale per tutto il sistema energetico in quanto consente anche ai fornitori di procurarsi l'energia necessaria per operare sul mercato *retail* ed ai *traders* di comprare e vendere prodotti energetici per finalità di *hedging*.

La liberalizzazione ha dato luogo ad un incremento degli scambi transfrontalieri ed a mercati dell'energia sempre più interconnessi ed articolati e la regolamentazione è finalizzata proprio ad assicurare il corretto funzionamento di tali mercati, l'equità dei prezzi anche per il consumatore finale ed a promuovere la concorrenza favorendo l'ingresso di nuovi operatori.

In Italia, il mercato elettrico<sup>8</sup> è una piattaforma telematica di mercato, gestita dal Gestore dei Mercati Energetici S.p.A. ("GME") dove i soggetti abilitati, in quanto dotati di adeguata professionalità e competenza, stipulano contrat-

---

<sup>6</sup>"Norme comuni per un mercato interno dell'energia".

<sup>7</sup>"Attuazione della direttiva 96/92/CE recante norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica".

<sup>8</sup>Per la struttura del mercato elettrico italiano cfr. il sito del GME [www.mercatoelettrico.org](http://www.mercatoelettrico.org) e sul suo funzionamento GRIPPO-MANCA, *Manuale breve di diritto dell'energia*, Padova, 2008, pp. 411 ss, SAMBRI-TRABACCHIN, *La borsa elettrica ed i mercati*, in PICOZZA, SAMBRI, *Il diritto dell'energia*, Padova, 2015, pp. 212-289, BANI E., *Le Borse merci*, in I contratti del mercato finanziario, a cura di Gabrielli E. e Lener R., pp.535-557. Cfr. anche BRACCO, DA EMPOLI, PAROLA, PRIVITERA,  *Mercati a termine dell'energia*, Milano, 2012, capitoli II e V.

ti di acquisto e vendita di energia elettrica su base oraria<sup>9</sup>. Quando manca una controparte centrale gli operatori rimangono esposti al rischio dell'altra parte che potrebbe non essere in grado di pagare od essere sottoposta ad una procedura concorsuale<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup>Il mercato si struttura in diversi segmenti: il mercato a pronti ("MPE"), il mercato a termine ("MTE") e la piattaforma per lo scambio dei derivati finanziari conclusi su IDEX ("CDE"). Il mercato a pronti è un mercato *spot* dove viene consegnata l'energia in cui il GME agisce come controparte centrale ed a sua volta si divide in Mercato del giorno prima ("MGP") dove si vende e compra energia elettrica per il giorno successivo, il prezzo viene determinato ogni ora dall'incontro tra la domanda e l'offerta e si differenzia per zone (Il PUN o prezzo unico nazionale è pari alla media dei prezzi di vendita nelle singole zone ponderati e si applica ai punti di offerta in prelievo e per la sua determinazione concorre anche l'energia scambiata OTC e registrata sulla Piattaforma dei Conti Energia o "PCE"), il mercato Infragiornaliero (MI) dove vengono modificati i programmi di immissione (offerta) e prelievo (domanda) determinati su MGP ed il mercato dei prodotti giornalieri ("MPEG"). Vi è poi il mercato per il servizio di dispacciamento ("MSD"), dove il gestore della rete nazionale (Terna Rete Italia S.p.A.) si approvvigiona di energia per bilanciare il sistema elettrico e si divide in una fase di programmazione, MSD ex ante e mercato del bilanciamento ("MB") in più sessioni, secondo quanto previsto nella disciplina del dispacciamento. Per ogni punto di offerta viene individuato un utente del dispacciamento, responsabile dei programmi di immissione e prelievo e del bilanciamento e responsabile degli oneri di sbilanciamento causati a seguito dell'errata programmazione. Il mercato a termine dell'energia ("MTE") è la sede per la negoziazione di contratti a termine dell'energia elettrica con obbligo di consegna e ritiro di una quantità determinata di elettricità ad un determinato prezzo per un certo periodo temporale. Vi sono contratti di durata pari al mese, al trimestre ("*quarter*") e all'anno ("*calendar*"). Esistono poi i contratti *baseload*, validi per tutte le ore relativamente al periodo di consegna ed i *peakload* che fanno riferimento alle sole ore di picco (9-20) di tutti i giorni feriali dal lunedì al venerdì ed altri prodotti che si strutturano *ad hoc*. Invece, il segmento IDEX, *Italian Derivatives Energy Exchange*, attivo dal 2009 su Borsa Italiana è il mercato degli *energy derivatives* sottoposto al controllo della CONSOB. E' possibile negoziare su tale mercato sia mediante adesione diretta consentita anche alle società elettriche ed industriali in possesso di determinati requisiti che tramite intermediari finanziari. Per operare su IDEX non è necessario avere un contratto di dispacciamento con il gestore della rete di trasmissione né essere membri del mercato fisico dell'energia. Su tale mercato agisce come controparte centrale la Cassa di Compensazione e Garanzia, che acquista dai (e vende ai) partecipanti e vi sono degli operatori che garantiscono sul mercato un livello di liquidità e si impegnano a proporre proposte in acquisto e vendita per quantitativi minimi e per questo ottengono degli sconti sulle fees (c.d. *market maker*).

<sup>10</sup>Il *master agreement* ISDA, predisposto dall'*International Swaps and Derivatives Association*, fondata a New York nel 1985, contiene una clausola di risoluzione del contratto ed il pagamento del saldo netto (c.d. *close out netting*), liquidando e compensando le posizioni in essere al momento del fallimento per evitare il *cherry picking* delle procedure fallimentari. Sulla struttura del contratto cfr. FANONE, ONCIA, *Rischio credito e rischio liquidità nei mercati energetici. Impatto delle nuove normative sul trading fisico e finanziario dell'energia*, 2015, p.30 e BRACCO, DA EMPOLI, PAROLA, PRIVITERA,  *Mercati a termine dell'energia*, Milano, 2012, p.213 e ss. Cfr. anche il DDL Concorrenza approvato il 2.08.2017 in cui è presente anche una disposizione (art.1 commi 86 e 87) che introduce la clausola di "*close out netting*" per i prodotti energetici all'ingrosso (con espressa esclusione dei clienti finali).

I mercati energetici degli altri Stati membri<sup>11</sup> sono strutturati in maniera simile ed è imminente l'introduzione di un mercato unico europeo, sia relativo al mercato del bilanciamento che *intraday*.

A seguito del processo di liberalizzazione del mercato energetico europeo le nuove regole per la sorveglianza dei mercati energetici all'ingrosso sono dovute ai riconosciuti limiti della regolazione esistente, che non è apparsa idonea a mitigare i rischi di future crisi, in quanto mancante una legislazione europea uniforme per tutti i segmenti dei mercati energetici, considerati anche i numerosi scambi di tipo *cross-border* ed i mercati sempre più interconnessi ed articolati in vista di un mercato unico europeo<sup>12</sup>.

2. 2.1. REMIT<sup>13</sup> ed il Regolamento di esecuzione UE 1348/2014 definiscono le regole per vietare le pratiche abusive sui mercati all'ingrosso dell'energia, coerenti con le normative dei mercati finanziari MAD ed EMIR. Infatti, le nuove norme in materia di trasparenza ed integrità introdotte da REMIT hanno come scopo di creare condizioni operative più uniformi dei mercati dell'energia all'ingrosso e favorire la concorrenza tra gli operatori, non solo a livello nazionale. REMIT affida fondamentali compiti di monitoraggio e sorveglianza all'ACER

---

<sup>11</sup>Cfr. il *market coupling* che è un meccanismo di coordinamento tra mercati elettrici organizzati in diversi Stati nazionali finalizzato alla gestione delle congestioni sulle reti di interconnessione, avviato da sette borse elettriche europee per sviluppare un'unica soluzione di *price coupling* finalizzata al calcolo dei prezzi dell'energia elettrica in tutta Europa ed all'allocazione della capacità di interconnessione sul mercato del giorno prima.

<sup>12</sup>Cfr. due giornate di studio sul settore energetico: Roma 15 settembre 2014, *EMIR e REMIT: giornata di studio EFET sulla regolamentazione finanziaria dei mercati energetici* e Milano 1 febbraio 2016, *V Giornata di studio degli Affari Giuridici dell'Autorità: Energia e mercati finanziari*. L'EFET ("European Federation of Energy Traders"), sorta nel 1999 rappresenta più di 120 società di 20 paesi europei. Tra le attività principali vi è il sostegno alla liberalizzazione dei mercati energetici, la promozione del mercato unico Europeo dell'energia, integrato e interconnesso e la standardizzazione dei contratti.

<sup>13</sup>Cfr. gli atti del convegno AIDEN su Regolamento REMIT e l'impatto sugli operatori, Milano 29.11.2016 in AA.VV. *Il difficile mercato. Tutela dell'affidamento, regolazione del retail e repressione degli abusi nella disciplina dei settori energetici*, Milano, 2017 e *Il Regolamento europeo sull'integrità e la trasparenza dei mercati dell'energia (REMIT) alla prova dei fatti*, in Rivista della Regolazione dei mercati, 2, 2016, pp. 206-237 [http://www.rivistadellaregolazione.deimercati.it/materiali/FASCICOLO\\_2\\_2016/13aavv\\_dibattito.pdf](http://www.rivistadellaregolazione.deimercati.it/materiali/FASCICOLO_2_2016/13aavv_dibattito.pdf) (di seguito "ATTI AIDEN").

(“Agency for the Cooperation of Energy Regulators”)<sup>14</sup>, con sede a Lubiana, che deve collaborare con le autorità di regolazione nazionali (NRAs), che hanno i poteri di indagine, *enforcement*.

L’art. 10 REMIT stabilisce l’obbligo di condivisione delle informazioni tra ACER, le NRAs, le autorità finanziarie e le autorità garanti della concorrenza degli Stati membri e l’ESMA, l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. Oltre all’ACER, quindi, le attività nei mercati energetici all’ingrosso in Italia sono soggette al controllo dell’ESMA e della CONSOB per quanto riguarda gli *energy derivatives*, dell’ARERA (“Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente”)<sup>15</sup> per quanto riguarda la tutela *ex ante* dei mercati dell’energia e dell’AGCM (“Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato”) per i profili relativi alla tutela della concorrenza *ex post*.

Tale regolamentazione si applica ai “*wholesale energy products*” o “*prodotti energetici all’ingrosso*” definiti nell’art.2 (4) REMIT come i contratti aventi ad oggetto la fornitura ed il trasporto di energia elettrica o gas naturale, nonché i derivati riguardanti tali prodotti. Sono inclusi anche i contratti di fornitura e distribuzione per i clienti finali con una capacità di consumo superiore a 600 GWh annua.

REMIT introduce, principalmente per garantire l’integrità dei mercati, i due divieti di *insider trading* e di manipolazione di mercato (artt. 3 e 5) e, ai fini della trasparenza, i due obblighi di pubblicità delle informazioni privilegiate e di

---

<sup>14</sup>L’ACER non è un *authority* come l’ESMA, ma un’agenzia con una funzione di coordinamento e non di *enforcement*, che svolge i compiti di monitorare tutte le transazioni all’ingrosso di energia elettrica e gas naturale, individuare le transazioni sospette e segnalarle alle Autorità nazionali incaricate delle indagini per accertare le violazioni e dell’erogazione delle sanzioni amministrative. Le attività di controllo ed *enforcement* sono fondamentali per il corretto funzionamento dei mercati energetici e per l’implementazione della regolazione e per questo motivo il settore energetico con l’agenzia ACER non è al passo del settore finanziario. Cfr. LUISO, *Rapporti tra enforcement e regolazione dei mercati energetici*, in Rivista della Regolazione dei mercati 2, 2015, pp.127 ss, che confronta i poteri di ACER ed ESMA e id. *Regolamento europeo REMIT: la prassi italiana nell’esercizio del potere di vigilanza*, in ATTI AIDEN, pp. 232-237.

<sup>15</sup>Cfr. LANZA-LUCATTINI, *L’Autorità per l’Energia tra competizione e cooperazione*, in Rivista della regolazione dei mercati, 2, 2014, pp. 156-190 ed ivi altra bibliografia.

*reporting* (artt.4 e 8).

2.2. Per reprimere i comportamenti abusivi sui mercati dell'energia all'ingrosso, REMIT ha stabilito all'art.3 il divieto di abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) ed all'art. 5 il divieto di manipolazione del mercato (*market abuse*) - incluso il tentativo-, coerenti con la normativa dei mercati finanziari regolata da MAD e MAR. In particolare, obiettivo del REMIT è prevenire pratiche abusive sui mercati all'ingrosso del gas e dell'elettricità, le cui conseguenze si ripercuotono anche sui prezzi delle *commodities*<sup>16</sup>. Per questi motivi l'abuso di mercato può essere considerato anche un illecito antitrust, soprattutto quando è conseguenza della posizione dominante sul mercato ed essere sanzionato anche dall'autorità Antitrust<sup>17</sup>.

Per promuovere la trasparenza tutti gli operatori di mercato devono procedere con la registrazione presso le NRAs ottenendo un ACER *code* ed adempiere agli obblighi di reportistica dei dati sulle operazioni sia effettuate sui mercati che OTC18 (art. 8) che vengono trasmessi ad ACER, direttamente o tramite terzi, ed in ogni caso tramite delle entità autorizzate e registrate presso ACER, siano esse operatori del sistema, quali TSOs o mercati od entità appositamente costituite ("*Registered Reporting Mechanisms*" o "*RRMs*").

Tra gli operatori si è sviluppato il sistema della delega, tramite la sottoscrizione di un apposito contratto avente ad oggetto il servizio di *reporting* con

---

<sup>16</sup>L'ARERA con delibera 342/2016/E/eel ha avviato un procedimento per sospetta manipolazione del mercato ai sensi dell'art.5 REMIT relativo a strategie di programmazione da parte di alcuni operatori energetici non ritenute coerenti con principi di diligenza, prudenza e perizia, imponendo di cessare tale condotta abusiva. Le delibere conclusive del procedimento 99-107/2017/E/eel hanno ritenuto che tali condotte di programmazione non risultarono tali da poter alterare i prezzi di mercato, pur avendo influito sulla determinazione degli oneri di dispacciamento trasferiti alla clientela finale.

<sup>17</sup>Cfr. SCLAFANI, *La manipolazione dei mercati energetici all'ingrosso*, in ATTI AIDEN, p.212, che evidenzia il rapporto tra ARERA che dovrebbe operare *ex ante* e l'Antitrust *ex post*, mentre con REMIT si è assistito ad confusione dei due ruoli, con una funzione antitrust decentralizzata ed affidata anche alle altre autorità di regolazione, ARERA o CONSOB.

<sup>18</sup>Sono riportate anche le offerte, mentre sono esclusi i contratti infragruppo, con i piccoli produttori e di bilanciamento. Per i contratti standard il *reporting* deve essere fatto entro il giorno seguente, per i contratti non standard entro il mese successivo alla stipula.

cui una delle parti contrattuali, di solito di piccole dimensioni, delega l'altra ad effettuare tale adempimento, sempre tramite un RRM. Vi è un tema di responsabilità che viene regolato dall'art. 11, comma 2, del Regolamento di Esecuzione UE 1348/2014, secondo cui il soggetto tenuto al *reporting* è responsabile della completezza, esattezza e tempestiva trasmissione dei dati, ma se il *reporting* viene delegato a terzi, il delegato diventa responsabile, trattandosi di un'obbligazione di risultato<sup>19</sup>.

Il *reporting* dei derivati su *commodities* è disciplinato sia da REMIT che da EMIR, ma l'obbligo di *reporting* ai fini REMIT si intende automaticamente soddisfatto se la stessa operazione sia già stata segnalata ai fini EMIR, non essendo vietato di riportare le stesse operazioni sia sotto EMIR che sotto REMIT<sup>20</sup>. Ad ACER arrivano milioni di dati relativi alle operazioni eseguite sui mercati o bilaterali, che ha il compito di analizzare per verificare operazioni sospette da segnalare alle NRAs.

Altro obbligo introdotto dall'art. 4 REMIT per promuovere la trasparenza è quello della pubblicazione, tramite pagina *web* degli operatori di mercato ed utilizzando piattaforme autorizzate<sup>21</sup>, di informazioni privilegiate (*inside information*), che devono essere specifiche, oggettive e concise e riguardanti lo stato fisico e l'efficienza del sistema di produzione, utilizzo, trasporto e stoccaggio di energia elettrica e gas. Si ritiene, infatti, che la conoscenza di tali informazioni sia fondamentale per garantire l'accesso paritario al mercato da parte di tutti gli operatori, in quanto potrebbero influenzare l'andamento dei prezzi delle *com-*

---

<sup>19</sup>La norma prevede anche che gli operatori deleganti dovranno comunque adottare misure ragionevoli per verificare la completezza, l'esattezza e la tempestività dei dati trasmessi tramite terzi, ad esempio tramite l'utilizzo di un sistema informatico di controllo automatico o manuale dei dati inviati. Per l'irrogazione di un'eventuale sanzione dovrà essere provata in modo specifico la colpa del delegante per non avere provveduto ad implementare tale sistema di controllo. Mentre da un lato tale disposizione sembrerebbe limitare la responsabilità del soggetto delegante, dall'altro prevede un'attività di "ragionevole" controllo da parte di tali soggetti.

<sup>20</sup>Può essere evitato il cosiddetto *double reporting* tra EMIR e REMIT, in quanto i *Trade Repositories* e le autorità finanziarie comunicano in ogni caso ad ACER i dati sugli strumenti finanziari.

<sup>21</sup>Ad esempio tramite la piattaforma del GME PIP ("*Piattaforma Informazioni Privilegiate*").

*modities.*

La nozione di *inside information* (art.2 n.1) è stata mutuata da MAR (art.7 comma 2) e dal TUF (art.181, comma 1), anche se vi sono delle differenze dovute principalmente sia alle fattispecie concrete (ai fini REMIT relative ai prodotti energetici all'ingrosso ed ai fini MAR relative agli emittenti gli strumenti finanziari), che all'influenza sui prezzi, in quanto per REMIT rileva anche la semplice attitudine, anche se non segua l'effetto reale di mutamento dei prezzi, richiesto invece per MAR e TUF<sup>22</sup>.

2.3. REMIT (art.18) affida agli Stati membri la definizione e l'irrogazione delle sanzioni, con la possibilità di sanzioni diverse tra un paese e l'altro ed alle NRAs l'*enforcement* della normativa, regolata in Italia dall'art.22, comma 4-8, della L.30/10/2014, n.161, che ha individuato nell'ARERA, l'autorità competente. Tale normativa ha introdotto delle sanzioni amministrative pecuniarie da 20.000 a 5 milioni di Euro, aumentabili fino al triplo od al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito in relazione alla rilevante offensività del fatto, alle qualità personali del colpevole ed all'entità del profitto conseguito dall'illecito<sup>23</sup>.

Tale normativa in relazione all'*insider trading* ed al *market abuse* ha previsto delle sanzioni amministrative "*salvo che il fatto costituisca reato*", mentre in relazione agli obblighi di *reporting* ha stabilito soltanto delle sanzioni economiche "*in caso di inottemperanza agli obblighi informativi*", senza prevedere la possibilità che ciò costituisca un reato<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup>Cfr. BIANCHI-CERA., *L'insider trading e gli obblighi di disclosure disciplinati dal Regolamento (UE) n.1227/2011*, in ATTI AIDEN, p. 218.

<sup>23</sup>Non è chiaro quale possa essere lo spazio per tale sanzione dell'ARERA, visto che la medesima fattispecie potrebbe costituire un illecito penale, integrare una violazione del TUF, sanzionata dalla CONSOB od ancora abuso di posizione dominante, perseguita dall'Antitrust. Cfr. MARRA A., *Le funzioni e i poteri delle autorità nazionali di regolamentazione. I profili procedurali*, in ATTI AIDEN, p. 230. Sulla problematica del *ne bis in idem* si veda paragrafo su MAR.

<sup>24</sup>Si ritiene che a seguito della violazione degli obblighi di *reporting* sia ai sensi REMIT che EMIR (su cui infra), punibile con le sanzioni amministrative, non possa ritenersi configurabile il reato disciplinato ex art.2638 cod.civ, relativo all'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità

3. 3.1. MiFID II<sup>25</sup> e MiFIR, in vigore dal 3 gennaio 2018, hanno avuto anche un impatto sulle controparti non finanziarie, operanti nel settore energetico dei contratti derivati per tutelarsi dal rischio di fluttuazione dei prezzi ed ha aumentato le relazioni tra i mercati finanziari e quelli delle *commodities* energetiche<sup>26</sup>.

Un operatore in tali mercati energetici è soggetto, seppure in parte, a tale normativa e deve verificare dal punto di vista operativo come adeguarsi per adempiere in modo esatto e corretto a tutte le numerose prescrizioni introdotte. La prima verifica è quella di analizzare quali siano gli strumenti finanziari nella nuova definizione della MiFID II, poi sarà necessario fare una verifica dei limiti di posizione<sup>27</sup> e dell'applicabilità delle esenzioni e, *last but not least*, bisognerà

---

pubbliche di vigilanza ed i conseguenti profili di responsabilità amministrativa ex D.Lgs. 231/2001. La prima fattispecie è estranea al caso in esame (obbligo di *reporting*) in quanto richiede, dal punto di vista dell'elemento soggettivo, la presenza di un dolo specifico e relativo alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società, mentre la seconda fattispecie contemplata dall'art. 2638 cod. civ. potrebbe in linea astratta riguardare qualsiasi attività, purché connotata per la natura fraudolenta dei mezzi con cui lo stesso viene realizzato. Non si registrano orientamenti giurisprudenziali o dottrinali sul punto, né posizioni da parte di CONSOB.

<sup>25</sup>Per implementare la direttiva, ESMA ha emesso alcuni *regulatory technical standards* (RTS) e *implementing technical standards* (ITS), pubblicati negli anni 2015 e 2016 ed anche *Q&As e opinions* e la Commissione ha adottato numerosi atti delegati. In Italia la MiFID II è stata recepita con il D. Lgs. 129 del 3.08.2017 n.129 che ha modificato ed introdotto nuove norme nel TUF. Sulla finalità ed i contenuti della direttiva MiFID si vedano BUSCH D-FERRARINI G., *Regulation of the EU financial markets: MiFID 2 and MIFIR*, Oxford, 2017, TROIANO V.-MOTRONI R., *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, Padova, 2016, CAPRIGLIONE F., *Prime riflessioni sulla MiFID II. (Tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in Riv.trim. dir. Econ. 2/2015, pp.72-111, che evidenzia come uno degli scopi primari di tale normativa sia quello di evitare le asimmetrie informative e la tutela del contraente debole e che la MiFID I presentava dei limiti di carenza soprattutto nelle forme di controllo a tutela degli investitori dando, invece, la MiFID II un "nuovo corso" all'azione del regolatore europeo ESMA anche in via interventistica.

<sup>26</sup>Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI - GROSSULE, *MiFID II e commodity derivatives*, in TROIANO-MOTRONI, *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di governance, mercati*, Padova, 2016, p. 495, MACCHI DI CELERE GANGEMI e CNC CONSULTING SRL, *MiFID II e commodities trading focus su mercati energetici*, Roma-Verona, 14 settembre 2017, in [http://www.macchi-gangemi.com/upload/eventi/allegato\\_it/00000173.pdf](http://www.macchi-gangemi.com/upload/eventi/allegato_it/00000173.pdf). e PIRON-ARANCIO, *MiFID II e commodity trading*, in *Quotidiano Energia*, Roma 29.09.2017, in [http://www.macchi-gangemi.com/upload/rassegnastampa/allegato\\_it/00000743.pdf](http://www.macchi-gangemi.com/upload/rassegnastampa/allegato_it/00000743.pdf).

<sup>27</sup>Limiti di posizione e *reporting* sono altri obblighi che riguardano i *commodity derivatives* e gli operatori non finanziari e quindi le società energetiche. La MiFID II ha stabilito dei limiti di posizione per i contratti derivati su merci negoziati su di una *trading venue* ed i contratti OTC che abbiano un equivalente su *trading venue*, che sono stati disciplinati nel Regolamento Delegato UE

introdurre delle procedure che regolino la *compliance*.

3.2. La nozione di strumento finanziario è stata modificata ed ampliata dalla MiFID II inserendo anche le quote di emissioni<sup>28</sup> e ridefinendo i contratti derivati su merci con l'esclusione dei prodotti energetici all'ingrosso con consegna fisica negoziati su di un sistema organizzato di negoziazione. E' opportuno verificare, *in primis*, tale nuova definizione.

La MiFID I<sup>29</sup> qualificava quali strumenti finanziari i derivati su merci se prevedevano come modalità di esecuzione il regolamento del differenziale in contanti (*cash settlement*) (Allegato I C5), oppure quelli che, pur essendo regolati tramite consegna fisica (*physical settlement*), erano privi di scopi commerciali ed avevano le caratteristiche tipiche degli altri strumenti finanziari derivati in quanto negoziati su mercati regolamentati (Allegato I C6), o compensati tramite controparti centrali, standardizzati quanto a prezzo, data di consegna od altri termini (Allegato I C7)<sup>30</sup>. La definizione dei *commodity derivatives* è stata meglio definita nel 2015 dall'ESMA, e confermata da CONSOB<sup>31</sup>, specificando che gli strumenti finanziari di cui al punto C6 includono anche i contratti *forward* con consegna fisica della merce oggetto della sottostante attività, se negoziati su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione ("MTF"), ma non se negoziati su di un *Organized Trading Facility* ("OTF").

---

n. 591/2017 con lo scopo di prevenire abusi o distorsioni nei mercati. Altro obbligo è il *position reporting* al regolatore nazionale della *trading venue* di riferimento (CONSOB per l'Italia) delle posizioni su derivati su merce, quote di emissioni e relativi derivati, ai sensi dell'articolo 58, commi 1, e 2, MiFID II, recepito dall'articolo 68-quater, commi 1- 4 del TUF. Questo secondo obbligo è in capo alle imprese di investimento ed alle *trading venues*, ma, ai sensi dell'articolo 58.3 MiFID II, si riflette in capo a tutti i *market participants* (inclusi gli operatori non finanziari) che sono tenuti a fornire alla *trading venues* i dettagli delle proprie posizioni (per consentire a queste ultime l'adempimento ai propri obblighi di *reporting*).

<sup>28</sup>Sui cui si veda anche nel paragrafo dedicato alla MAR.

<sup>29</sup>Sui regolamenti CONSOB attuativi di MiFID I cfr. CAPRIGLIONE F., I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?, in Banca, borsa, tit. cred., 2008, I, p. 20 ss.

<sup>30</sup>Art. 38, 1 comma del Regolamento n. 1287/2006.

<sup>31</sup>Linee guida del 6.05.2015 della ESMA, *The application of the definitions in Section C6 and C7 of the Annex 1 of Directive 2004/39/EC (ESMA/2015/675)*, confermate il 6.07.2015 da CONSOB in "Consob informa" [www.consob.it](http://www.consob.it)

La ridefinizione nella MiFID II del contenuto di C6 e C7 si è resa necessaria sia per uniformare l'applicazione di EMIR ai prodotti derivati sia per restringere la possibilità per gli operatori non finanziari di negoziare *commodity derivatives*. I due punti della MiFID II da analizzare sono sempre C6 e C7. In relazione al punto C6, il considerando 9 della MiFID II precisa che non sono considerati strumenti finanziari i prodotti energetici soggetti a REMIT e che prevedono in via esclusiva la consegna fisica del sottostante quale energia elettrica e gas e sono negoziati su una piattaforma OTF, si parla di eccezione C6 o "*REMIT carve out*"<sup>32</sup>.

Bisogna, però, definire cosa si intenda per "*devono essere regolati con consegna fisica*". Le parti contrattuali devono essere in grado alla scadenza del contratto di consegnare fisicamente o di ricevere la consegna della *commodity* sottostante, in considerazione della loro capacità produttiva, di stoccaggio e di consumo<sup>33</sup>. Si includono in tale definizione diverse modalità di consegna fisica, tra cui quella di un documento che consente di acquistare diritti di proprietà sulle merci sottostanti, quali una polizza di carico od un titolo di credito all'ordine rappresentativo della merce od altre modalità di trasferimento di diritti di proprietà, ad esempio tramite la nomina al gestore della rete elettrica<sup>34</sup>. Inoltre, tale requisito si considera sussistente se il contratto stabilisce l'obbligo della

---

<sup>32</sup> "...eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica". Cfr. la definizione nel paragrafo su REMIT e PAROLA, MICCOLI, *Direttiva MiFID II: I nuovi confini tra prodotti energetici all'ingrosso, derivati su merci e strumenti finanziari e impatto sugli operatori*, in *Diritto del Comm. Intern.* 29/2, 2015, p. 569.

<sup>33</sup> ACER con la Raccomandazione n.1 del 17.03.2015 era intervenuta per specificare che il consumo o la produzione di energia elettrica non potevano essere considerati degli elementi del contratto regolato da REMIT e che, quindi, gli operatori energetici non dovessero necessariamente avere tale capacità e potevano anche avere degli accordi con clienti o produttori.

<sup>34</sup> Definizione del *Committee of European Securities Regulators* o CESR 2005-290b. Cfr. PIBIRI, *Novità per gli Energy Derivatives*, in *Ricerche giuridiche* vol.4, n.2, 2015, pp. 375-393 e PAROLA, MICCOLI, *Direttiva MiFID II: I nuovi confini tra prodotti energetici all'ingrosso, derivati su merci e strumenti finanziari e impatto sugli operatori*, in *Diritto del Comm. Intern.* 29/2, 2015, p.570 che analizza i possibili impatti sugli operatori energetici.

consegna del sottostante, che non è possibile sostituire con denaro<sup>35</sup> e se le obbligazioni contrattuali non possano essere compensate (“*offset*”), senza pregiudizio, però, per il cosiddetto “*net cash payment*”, cioè la compensazione legale degli importi reciprocamente dovuti<sup>36</sup>.

Invece, nel punto C7 viene considerata una categoria residuale rispetto al C6 relativa ai contratti derivati su *commodities* che non siano contratti *spot* (eseguiti entro due giorni lavorativi) o non siano stati conclusi per scopi commerciali o rispondano ai criteri previsti nelle fattispecie dell’art. 38, comma 1, lett. a), b) e c) del Regolamento EU 1287/2006.

3.3. La negoziazione in derivati su *commodities* anche quando hanno ad oggetto la consegna fisica del bene è soggetta alla riserva di attività ex art.18 comma 1 TUF in quanto attività finanziaria, il cui esercizio abusivo è sanzionato anche penalmente. Tuttavia, MiFID I aveva previsto un regime di esenzioni<sup>37</sup>,

---

<sup>35</sup>La presenza di clausole di forza maggiore, di “*bona fide inability to settle*” per eventi diversi dalla forza maggiore, che impediscono di adempiere alle obbligazioni, e di risarcimento dei danni in caso di inadempimento, non fanno venire meno tale requisito della necessaria consegna fisica.

<sup>36</sup>Cfr. Regolamento Delegato UE 2017/565 del 25.04.2016 che integra la direttiva 2014/65/UE per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva: “Articolo 5 Prodotti energetici all’ingrosso che devono essere regolati con consegna fisica (Articolo 4, comma 1, punto 2, della direttiva 2014/65/UE) 1.(...) *Ai fini della lettera d) la compensazione operativa nei mercati dell’energia elettrica e del gas non è considerata compensazione degli obblighi di un contratto con obblighi derivanti da altri contratti. 2. La compensazione operativa è intesa come una nomina delle quantità di energia elettrica e gas da riversare in una rete quando previsto dalle norme o richiesto da un gestore del sistema di trasmissione ai sensi dell’articolo 2, punto 4, della direttiva 2009/72/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per un soggetto che svolge una funzione equivalente a quella del gestore del sistema di trasmissione a livello nazionale. La nomina delle quantità sulla base della compensazione operativa non è a discrezione delle parti del contratto.*”

<sup>37</sup>Le società energetiche utilizzavano la c.d. *specialization exemption* (art.2, comma 1, lett. k) MiFID I) se negoziavano per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci, la c.d. *ancillary exemption* (art.2 comma 1, lett. i) se tale attività fosse prestata a favore dei clienti della propria attività principale, l’esenzione per i contratti infragruppo (art.2, comma 1, lett. b) e la c.d. *dealer exemption* prevista dall’art.2, comma 1, lett. d) per coloro che negoziavano per conto proprio. Tale regime di esenzioni non era stato recepito formalmente in Italia nel TUF, ma essendo la MiFID una direttiva *self executing*, l’orientamento dottrinale era per la sua diretta applicazione anche in Italia. La CONSOB nel 2007 a proposito del Regolamento Intermediari aveva confermato che i “*produttori e consumatori commerciali di energia ed altre merci, inclusi fornitori di energia, i commercianti (merchants) in merci e le loro imprese figlie*” fossero esenti dall’ambito di applicazione della MiFID I. In realtà, almeno l’esenzione per i servizi infragruppo era stata prevista fin dal D.M. 329/1997. Sul punto si vedano PIBIRI, *Novità per gli Energy Derivatives*, in

modificato da MiFID II, che ha ristretto l'ambito di operatività delle esenzioni utilizzabili anche dagli operatori energetici, eliminando la *specialization exemption*, perché rischiosa per il sistema e meglio determinando l'*ancillary exemption*, usata per finalità di *hedging*.

La MiFID II ha considerato come strumenti finanziari anche le quote di emissioni (*Emission Allowances*) inserendole nell'Allegato 1, C11, con un regime specifico di esenzioni.

La disciplina dello scambio delle quote di emissioni<sup>38</sup> ha la sua origine dal protocollo di Kyoto nel 1997 e dalla Direttiva 2003/87/CE con il sistema dell'*Emission Trading Scheme* ("ETS"), che prevede la necessità per i soggetti operanti nei settori industriale ed energetico e dal 2013 anche dell'aviazione, di un'autorizzazione da parte dell'autorità nazionale di riferimento ad emettere CO<sub>2</sub>, tramite l'assegnazione di quote di emissioni e l'obbligo entro il 30 aprile dell'anno seguente di annullare, cioè restituire le quote pari alle emissioni totali effettive. Le quote non utilizzate possono essere oggetto di scambio, così come specificato dall'art.12 della Direttiva ETS<sup>39</sup> e, infatti, si è sviluppato un mercato c.d. *secondario*, non regolamentato, delle quote di emissioni dove partecipano oltre ai soggetti obbligati sopra indicati anche *traders, brokers* ed imprese di in-

---

Ricerche giuridiche vol.4, n.2, 2015, p.384, DEWEY & LEBOEUF, *Gli sviluppi regolamentari dei mercati derivati delle commodities in Europa*, in AA. VV., *L'energia di domani. Derivati elettrici e gestione del portafoglio per le imprese*, a cura di EGL Networking Energies e IDEX Borsa Italiana, 2011, p.155 ss e FANONE, ONCIA, *Rischio credito e rischio liquidità nei mercati energetici. Impatto delle nuove normative sul trading fisico e finanziario dell'energia*, 2015, p.12.

<sup>38</sup>Le quote di emissioni sono registrate su appositi conti iscritti nel registro dell'UE ed in Italia tale registro è gestito dall'Istituto Superiore per la protezione e la ricerca ambientale (ISPRA), mentre il Responsabile nazionale del collocamento delle aste dal 2013 è del Gestore dei Servizi Elettrici S.p.A. ("GSE").

<sup>39</sup>Tale sistema è stato modificato dalla Direttiva 2009/29/CE, recepita in Italia con il D.lgs 13.3.2013 n.30, che ha introdotto un sistema di aste delle quote ed un nuovo metodo di registrazione, poi integrato dal D.lgs. 2.7.2015 n. 111. Siamo nella terza fase fino al 2020 e poi vi sarà la quarta fase fino al 2030. Cfr. MURATORI, *Emission Trading 2020. Le nuove regole per il terzo periodo*, in *Ambiente e Sviluppo* 2013, 6, p.542. L'Accordo di Parigi è entrato in vigore il 4/11/2016 e ratificato in Italia con la L.4.11.2016, n.204. cfr. SCALIA, *L'Accordo di Parigi e i "paradossi" delle politiche dell'Europa su clima ed energia*, in *Dir. e Giur. Agr. Alim. e Amb.* 6, 2016, p.1 e NESPOR S., *La lunga marcia per un accordo globale sul clima: dal protocollo di Kyoto all'Accordo di Parigi*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, 2016, p.81 ss.

vestimento.

La natura giuridica delle quote di emissione è stata a lungo discussa, partendo dalla definizione dell'art.3 della Direttiva ETS, dove si definisce come “*il diritto di emettere una tonnellata di biossido di carbonio equivalente per un periodo determinato*”<sup>40</sup>. Da questa definizione si potrebbe evincere la natura di strumento finanziario o comunque di un titolo dematerializzato equiparato alle azioni od ai valori mobiliari, anche se parte della dottrina<sup>41</sup> non è mai stata d'accordo visto che tali quote sono emesse e negoziate per adempiere ad un obbligo normativo e non incorporano un diritto di credito<sup>42</sup>. Il TUF non configura un sistema “chiuso”, ma aperto ad integrazioni e definisce i prodotti finanziari con una formula estremamente ampia ed onnicomprensiva, ma la dottrina pre-

---

<sup>40</sup>La Relazione sul funzionamento del mercato europeo del carbonio della Commissione al Parlamento Europeo ed al Consiglio del 1/2/2017, reperibile su <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/IT/COM-2017-48-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>, Relazione p.29, riporta che “*Le quote sono descritte in modo variabile, come strumenti finanziari, beni immateriali, diritti di proprietà o prodotti*” ed avvia uno studio sulla natura giuridica delle quote dell'ETS anche a seguito della raccomandazione del settembre 2016 della Corte dei conti europea in [http://www.eqa.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15\\_06/SR15\\_06\\_it.pdf](http://www.eqa.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15_06/SR15_06_it.pdf).

<sup>41</sup>Cfr. JACOMETTI, *Lo scambio di quote di emissioni*, Milano, 2010, p.427 ss.

<sup>42</sup>Cfr. LUCCHINI GUASTALLA, *Il trasferimento delle quote di emissione di gas terra*, in Nuova giur.civ.comm.2005, II, p. 288 e GRATANI, *Le quote per inquinare: a titolo gratuito o oneroso?*, in Riv. Giur. Ambiente, 2013, p.392, che considerano le quote di emissioni come dei beni o delle merci o come autorizzazioni amministrative o concessioni, anche se a seguito del trattamento fiscale dell'agenzia delle entrate con la risoluzione 71/E del 20/3/2009 è prevalsa la teoria di considerarli dei diritti immateriali o *new properties*. Cfr. GASPARI F., *Tutela dell'ambiente, regolazione e controlli pubblici: recenti sviluppi in materia di EU Emission Trading Scheme (ETS)*, in Riv. It. Dir. Pubbl. com, 2011, p.1149. Nel senso di autorizzazione o concessione si veda CAPITANI DI VIMERCATE P.G., *L'emission trading scheme: aspetti contabili e fiscali*, in Dir. e Prat. Trib., 2010, p.15 e GRIPPO E.-MANCA F., *Manuale breve di diritto dell'energia*, Padova, 2008, p.164. Per negoziare OTC le quote di emissioni sono stati creati degli *Annex* ai contratti quadro EFET ed ISDA in uso nel *trading* ed un modello di *Single Trade Agreement* predisposto da IETA, *International Emissions Trading Association*, fondata nel 1999 per il *trading* delle quote di emissione. [www.ieta.org](http://www.ieta.org). Il trasferimento delle quote avviene con un contratto di vendita con effetti reali, ma le quote sono trasferibili anche con contratti di vendita a termine e contratti di vendita di cose altrui. Si è parlato anche di beni mobili registrati, avendo l'annotazione nel registro un valore di pubblicità dichiarativa. Infatti, si possono comprare e vendere le quote di emissioni anche senza l'apertura di un conto in un registro, requisito necessario per effettuare la registrazione del trasferimento ai fini dell'opponibilità ai terzi e dell'adempimento all'obbligo di restituzione. A conferma di tale interpretazione si veda l'art. 37 del Regolamento 1193/2011 che definisce le quote come strumenti fungibili e dematerializzati negoziabili sul mercato e stabilisce che l'iscrizione nei registri vale come presunzione semplice e sufficiente di titolarità delle quote e chiunque acquisisca e detenga in buona fede una quota ne diventa titolare.

valente<sup>43</sup> aveva considerato che ritenere le quote di emissione come strumento finanziario avrebbe costituito un eccesso di regolamentazione, che avrebbe potuto limitare lo sviluppo del mercato. Inoltre, contro tale teoria, come giustamente osservato,<sup>44</sup> in MiFID I erano inclusi esplicitamente nell'allegato I, C10 i derivati su quote di emissione e non le quote di emissione.

La MiFID II, come già detto, li ha considerati strumenti finanziari e la *ratio* di tale inclusione è indicata dallo stesso legislatore europeo che, nel considerando 11 di MiFID II, scrive che *“è stata riscontrata una serie di pratiche fraudolente che potrebbero compromettere la fiducia nel sistema di scambio di quote di emissioni (...). Per rafforzare l'integrità e salvaguardare il buon funzionamento di tali mercati, prevedendo anche un'ampia vigilanza dell'attività di scambio, è appropriato integrare le misure adottate a norma della direttiva 2003/87/CE inserendo le quote di emissioni a pieno titolo nell'ambito di applicazione della presente direttiva e del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio e classificandole come strumenti finanziari”*<sup>45</sup>.

Non è possibile stabilire alla data odierna a pochi mesi dall'entrata in vigore della MiFID II se questa modifica possa recare dei vantaggi a questo mercato, rendendolo più controllato e trasparente.

Come sopra detto vi sono nuove esenzioni, che permettono di continuare a negoziare i derivati su *commodities* e le quote di emissioni senza ricadere nei vincoli MiFID II<sup>46</sup>, rimanendo invece applicabili gli obblighi ai sensi EMIR e MAR.

---

<sup>43</sup>Cfr. GAMBARO, *Emissions Trading tra aspetti pubblicistici e profili privatistici*, in *Cel Eur.*, 2005, p.874 ss.

<sup>44</sup>Cfr. MOCCI -FACCHINI, *La nuova disciplina delle quote di emissioni tra MiFID II e MAR*, in <http://dirittobancario.it> 2015, p. 9 e ANNUNZIATA, *L'atmosfera come bene negoziabile. I contratti di cessione di quote di emissione tra tutela dell'ambiente e disciplina del mercato finanziario*, in *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, pp.777-801.

<sup>45</sup>Cfr. anche CARACINO - PAVESI, *Le quote di emissione di CO2 come strumento finanziario alla luce della MiFID II*, in <http://dirittobancario.it>, 2012, pp.1-4 ed ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, p. 97 che ritiene tale fatto come un'invasione del settore finanziario per garantire scambi sicuri in tale mercato.

<sup>46</sup>Il considerando 22 chiarisce che le esenzioni si applicano cumulativamente. Ad esempio, ci si può avvalere dell'esenzione di cui all'art.2, comma 1, lett. j) in concomitanza con l'esenzione di

La prima esenzione che riguarda le società di produzione di energia elettrica convenzionale che acquistano o vendono solo le quote di emissione per adempiere agli obblighi della Direttiva ETS è quella prevista nell'art. 2 comma 1 lett.e di MiFID II<sup>47</sup>, recepita nel TUF nell'art.4 terdecies, comma 1, lett.e), che riguarda i soggetti che *“trattano quote di emissione, non eseguono ordini di clienti e non prestano servizi o attività di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio, a condizione che non applichino tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza”*.

Le società energetiche od i *traders* non soggetti agli obblighi ETS negli scambi potranno avvalersi dell'esenzione di cui all'art. 2 comma 1 lett.b di MiFID II, recepita nel TUF dall'art. 4 terdecies, comma 1, lett. b), per le attività infragruppo, applicabile *“esclusivamente nei confronti di soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo”*.

La negoziazione dei derivati energetici può essere effettuata in virtù dell'esenzione prevista all'art. 2 comma 1 lett.j di MiFID II, recepita nel TUF dall'art.4 terdecies, comma 1, lett d) applicabile anche alle società energetiche, che negoziano per conto proprio *“strumenti derivati su merci o quote di emissione o derivati dalle stesse”*, a patto che l'attività sia *“accessoria”*, non si utilizzino tecniche di negoziazione algoritmiche ad alta frequenza e venga annualmente notificata all'autorità competente (per l'Italia alla CONSOB entro il 31 di-

---

cui all'art. 2, comma 1, lett. d). E' stata introdotta anche una nuova esenzione nell'art.2 comma 1, lett. n di MiFID II, recepita nel TUF dall'art.4 terdecies, comma 1, lett. o) per i gestori del sistema di trasmissione elettrico o gestori di un meccanismo di bilanciamento dell'energia, di una rete od altro sistema per bilanciare forniture e consumi ed anche ai prestatori di servizi per loro conto quando espletano tali servizi ai sensi di atti legislativi, regolamenti e codici di rete, che si applica in relazione ai derivati su merci e non ai mercati secondari quali quelli aventi ad oggetto i diritti di trasmissione finanziari.

<sup>47</sup>Nella versione italiana della MiFID II vi era un errore, perché invece di riferirsi alla direttiva 2003/87/CE si riferiva alla direttiva 2002/87/CE. Tale errore è stato replicato nel TUF all'art.4 terdecies che rimandava erroneamente al D.lgs 30.05.2005, n. 142, relativo alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi e non all'ETS e di recente rettificato nella GU n.22 del 27.1.2018 in quanto all'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera e), dove è scritto: *“dal decreto legislativo 30 maggio 2005, n. 142”*, deve leggersi: *“dalla direttiva 2003/87/CE”*.

cembre di ogni anno)<sup>48</sup>. Mentre l'applicabilità delle esenzioni da MiFID II per le attività infragrupo e le quote di emissioni non necessita alcuna attività, l'ESMA<sup>49</sup> ha confermato che ogni anno i soggetti che vogliono utilizzare tale esenzione devono notificarlo alle autorità di controllo nazionali entro il 3 gennaio 2018 per il primo anno e dal 2019 entro il 1 aprile di ogni anno, definendo delle date diverse rispetto a quella definita dall'Italia (31 dicembre). Il Regolamento Delegato UE 2017/592 ha stabilito alcuni test numerici per determinare se le attività in *commodity derivatives* possano essere considerate come accessorie rispetto alla principale attività di un'impresa, da verificare con una periodicità almeno annuale. Tale verifica deve essere effettuata a livello di gruppo, considerando le differenti *asset classes* separatamente ed escludendo le operazioni, definite "*privileged*", cioè quelle effettuate infragrupo, per fini di liquidità del mercato e *risk management*. Infatti, tali attività devono costituire una minoranza per il gruppo ed in comparazione con il mercato globale delle singole classi di attività dovendo le società non finanziarie che negoziano sopra tali soglie essere regolate da MIFID II.

La verifica avviene con due test, il primo definito "*overall market threshold*" o "OMT" o *market share test* esprime la relazione tra le attività speculative ed il mercato europeo in ciascuna classe di *commodity derivatives* ed è stato ideato perché le società che hanno una quota del mercato significativa non possano beneficiare dell'esenzione. Il secondo definito "*main business threshold*" o "MBT" o *main business test* determina se le attività di investimento finanziario siano di così grande dimensione rispetto al "*main business*", e si calcola conside-

---

<sup>48</sup>Parimenti deve essere notificata "senza indugio" la perdita dei requisiti per usufruire di tale esenzione pur potendo continuare ad esercitare tale attività per sei mesi entro i quali deve essere presentata la domanda di autorizzazione ai sensi del TUF. In alcuni stati è stato predisposto un *form on line* da compilare per notificare l'esenzione con le istruzioni collegate, tra cui in UK la FCA ed in Spagna la CNMV.

<sup>49</sup>Così come confermato dalle *Q&A, on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics*, ESMA70-872942901-28. Si veda anche <https://www.emissions-euets.com/mifidii-exemptions/mifid-ii-ancillary-activity-exemption>.

rando la *size of trading activity*, rappresentato dal rapporto tra l'attività di *trading* speculativo ed il totale dell'attività di *trading* e *l'estimated capital employed*, costituito dal rapporto tra il capitale necessario per l'attività speculativa e quello del *main business*<sup>50</sup>. In questo modo non si comprendono le società di piccole dimensioni con non significative attività speculative, che non inficiano l'integrità del mercato.

A seguito della revisione del regime di esenzioni si era paventata la possibilità che i *traders* si dovessero trasformare in imprese finanziarie, ma potrà essere sufficiente effettuare operazioni per la maggior parte con i prodotti energetici all'ingrosso, oggetto del REMIT *carve out* e ridurre le attività di *trading* speculativo da svolgere in regime di esenzione.

4. 4.1. EMIR è stato introdotto per minimizzare il rischio sistemico ed aumentare la trasparenza del mercato degli strumenti finanziari derivati e per la prima volta sono imposti alcuni obblighi a tutte le controparti anche non finanziarie<sup>51</sup>.

EMIR ha introdotto dal 2013 l'obbligo di compensazione (*clearing*) mediante una controparte centrale ("*Central Counterparty*" o "CCP")<sup>52</sup> solo per le controparti finanziarie ("CF") e non finanziarie qualificate ("NFC+")<sup>53</sup> e l'obbligo

---

<sup>50</sup>I primi test proposti erano troppo complessi e per questo motivo c'è stata una consultazione (*ESMA's Discussion Paper on MiFID II/MiFIR of 22 May 2014 (ESMA/2014/548, in 2014-548\_discussion\_paper\_mifid-mifir.pdf)*) seguita da una proposta di ESMA nel 2014, totalmente rivista il 28.09.2015, che stabilisce che devono essere verificati i requisiti di entrambi i test (*Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR -ESMA/2015/1464-, in 2015-esma-1464\_-final\_report\_-\_draft\_rts\_and\_its\_on\_mifid\_ii\_and\_mifir.pdf*).

<sup>51</sup>Gli obblighi di EMIR hanno trovato gradualmente applicazione a seguito della pubblicazione dei *Regulatory Technical Standards*, Cfr. su EMIR, LENZETTI-MORELLO, EMIR. *Sarà vera svolta? Uno sguardo al mercato dell'energia*, Roma, 2014 p.21 ss e LUCANTONI, *L'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, in *Banca, borsa, titoli di credito* 2014, I, p.642 ss.

<sup>52</sup>L'obbligo di compensazione risponde alla necessità di ridurre il rischio della controparte in quanto la CCP garantisce l'adempimento dei contratti in caso di inadempimento della controparte sostituendosi alla controparte ed assumendosi il rischio dell'insolvenza.

<sup>53</sup>Le controparti finanziarie sono ai sensi di EMIR, art.2, comma 1 n.8 le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni e di riassicurazioni, gli enti pensionistici ed i fondi di

di applicare alcune tecniche di mitigazione del rischio<sup>54</sup> ai contratti OTC, volti a ridurre e meglio monitorare il rischio sistemico connesso all'operatività in tali strumenti finanziari.

Tali tecniche di mitigazione del rischio sono le seguenti:

1. la conferma tempestiva ("*timely confirmation*") entro uno specifico termine (due giorni lavorativi dalla conclusione del contratto per i derivati su *commodities* per NFC-), prorogato di un giorno, qualora il contratto sia stato concluso dopo le ore 16:00, dei principali termini e condizioni del contratto, anche in formato elettronico. L'ESMA ha ammesso la possibilità di inviare le conferme (*confirmations*) che contengono un meccanismo di silenzio-assenso e che si considerano accettate dalla controparte se non vengono contestate entro un termine congruo per il rispetto della normativa<sup>55</sup>; 2. la riconciliazione dei portafogli ("*portfolio reconciliation*"), cioè l'obbligo di identificare le eventuali discrepanze dei termini essenziali<sup>56</sup> dei contratti derivati OTC pendenti, riconciliando il portafoglio e risolvendo le eventuali incongruenze identificate, per le NFC- almeno una volta a trimestre, se superiori a cento contratti, ed una volta all'anno, se inferiori a cento contratti, secondo due metodi: *one-way Delivery of Portfolio Data* nel caso in cui una parte invia ed una parte riceve la proposta e *l'exchange of Portfolio Data* nel caso entrambe le parti inviino la proposta, riconciliando eventuali discrepanze nel più breve tempo possibile; 3. l'obbligo di compressione ("*Portfolio Compression*") almeno due volte l'anno se vi sono più di cinque-

---

investimento, le controparti non finanziarie qualificate e non (NFC + o NFC -) sono determinate in base ad un *threshold*, che per i derivati su *commodity* è pari a tre miliardi di euro.

<sup>54</sup>Al fine di rendere immediatamente applicabili tali clausole nei contratti derivati l'ISDA ha redatto un contratto per adesione che contiene tali disposizioni a cui tutte le società anche non iscritte a tale associazione con il pagamento di una somma di denaro possono aderire, EMIR "*Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol*", reperibile sul sito.

<sup>55</sup>La conferma tramite silenzio-assenso deve essere concordata tra le parti preventivamente e preferibilmente per iscritto, ma anche tramite telefonata registrata se il contratto sottoscritto prevede tale mezzo di comunicazioni. Tuttavia, con l'uso di tale modalità deve essere verificato il ricevimento effettivo della conferma da parte dell'altra parte per poter considerare la conferma accettata alla scadenza del periodo di stabilito per il silenzio-assenso.

<sup>56</sup>Tra i termini essenziali vi è anche il *mark to market*, costituito dal valore di mercato negativo o positivo ad una certa data.

cento contratti derivati OTC in essere con una controparte, valutando l'opportunità dell'estinzione parziale o totale di alcuni o di tutti i derivati anche mediante la novazione oggettiva con un nuovo contratto, il cui valore nozionale sia uguale o minore della somma del nozionale dei contratti terminati, motivando qualora non si possa procedere con tale operazione; 4. la risoluzione delle controversie ("*Dispute Resolution*"), che consiste nel definire una procedura per l'identificazione, la registrazione, la gestione ed il monitoraggio di eventuali controversie concernenti il riconoscimento o la valutazione del contratto derivato OTC, non risolte entro cinque giorni lavorativi. Qualora la controversia non dovesse risolversi in via bonaria, verrà adita l'autorità giudiziaria od il tribunale arbitrale come disciplinato nell'apposita clausola di risoluzione delle controversie nei relativi contratti<sup>57</sup>.

Dal 2014 è entrato in vigore anche l'obbligo di *reporting* ad un *trade repository* autorizzato di tutti i contratti derivati sia eseguiti *Exchange-traded derivative* ("ETD") sia OTC, stipulati successivamente al 16 agosto 2012, per i quali è stato effettuato un *backloading*. Per poter svolgere tale attività le società devono dotarsi di un codice denominato LEI (*Legal Entity Identifier*), rilasciato da Infocamere in Italia. Come per il *reporting* REMIT, anche per EMIR tale attività è estremamente complessa e spesso si verificano delle incongruenze dovute alla diversa interpretazione che le due parti del contratto effettuano dei diversi campi da compilare, provocando un *reporting unpaired*, quando i contratti non sono abbinabili a nessun altro contratto, perché dotati di differenti codici di identificazione del contratto ("UTI"), o *unmatched*, quando i contratti abbinati presentano delle differenze per la diversa individuazione dei dati.

Sugli obblighi specifici a carico delle controparti non finanziarie la CONSOB è intervenuta con la Comunicazione n.0009517 del 3/2/2016 avente ad oggetto: "*Regolamento EMIR-Obblighi a carico delle controparti non finanziarie di*

---

<sup>57</sup>Ad esempio, nel caso di riconciliazione del portafoglio non si riesca a raggiungere un accordo con la controparte od in caso di mancata risposta in un tempo ragionevole, dovrà essere attivato il processo di risoluzione delle controversie.

*contratti derivati- Richiamo di attenzione*”, che ha indicato l’individuazione all’interno di ogni società di un’unità organizzativa preposta a controllare il rispetto della normativa, l’adozione di procedure interne per regolare i numerosi adempimenti e di un presidio di controllo sui dati che vengono segnalati per il *reporting*.

4.2. Ai sensi dell’art.12 EMIR gli Stati membri stabiliscono le sanzioni che devono essere “*efficaci, proporzionate e dissuasive*”, avendo come scopo “*la convergenza e la coerenza intersettoriale dei regimi sanzionatori applicabili al settore finanziario*” (considerando 46) onde evitare divergenze tra i vari Stati sulle sanzioni ed arbitraggi regolamentari.

L’introduzione di un sistema sanzionatorio nell’ordinamento italiano con la L. 6.8.2013, n. 97 ha segnato la piena e definitiva applicabilità di EMIR, rimasto per un periodo senza tutela. La violazione degli obblighi EMIR viene punita nell’art.193 quater TUF (così come modificato dall’art.5 del D.Lgs 12 maggio 2015, n.72) con una sanzione amministrativa pecuniaria da 5000 fino a 5 milioni di euro se persone fisiche e da 30.000 euro fino al 10% del fatturato, se persone giuridiche. E’ importante sottolineare che l’ultima modifica legislativa ha ripristinato la responsabilità delle persone giuridiche, oltre che delle persone fisiche ed ha abrogato l’obbligo di esercitare il diritto di regresso della società verso i responsabili<sup>58</sup>.

Infine, il 4 maggio 2017 la Commissione Europea ha presentato una proposta di revisione di EMIR che mira ad eliminare costi e oneri eccessivi anche per le controparti non finanziarie escludendo il *reporting* delle operazioni infra-gruppo e semplificandolo con l’eliminazione della segnalazione dell’operazione

---

<sup>58</sup>Art.195 comma 9 TUF, ora abrogato, recitava: “*La società e gli enti ai quali appartengono gli autori delle violazioni rispondono, in solido con questi, del pagamento della sanzione e delle spese di pubblicità previste dal secondo periodo del comma 3 e sono tenuti ad esercitare il diritto di regresso verso i responsabili*”. Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, in Studi di diritto dell’economia 1, Milano, 2016, p.187.

da parte di entrambe le parti e l'invio da parte di una sola parte, che, nel caso di un'operazione tra una parte non finanziaria ed una finanziaria, sarà a carico di quest'ultima, così semplificando tali attività per le società energetiche.

5. 5.1. La normativa regolata da MAD I, poi sostituita da MAD II e dal Regolamento MAR, è stata introdotta per garantire la trasparenza del mercato sanzionando l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*)<sup>59</sup> e la manipolazione del mercato (*market manipulation*), che possano rappresentare una minaccia per la solidità del mercato finanziario e per fiducia degli investitori<sup>60</sup>. Con riferimento al mercato delle *commodity* energetiche MAR ha esteso la sua applicazione ai contratti derivati su *commodity* che possono essere regolati con consegna fisica, ad eccezione dei prodotti energetici all'ingrosso negoziati su OTF regolati con consegna fisica<sup>61</sup>, ed alle quote di emissioni, nei limiti che verranno indicati e per questo motivo gli operatori energetici devono implementare un sistema di controllo e monitoraggio delle operazioni sospette e redigere *policy* e procedure interne volte a presidiare tali rischi<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup>Il *Final Report ESMA Guidelines on MAR* pubblicato il 30.09.2016 ha fornito ulteriori indicazioni sul concetto di informazione privilegiata (art.7, comma 1 b) per i *commodity derivatives* ed una lista indicativa. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1412\\_final\\_report\\_on\\_mar\\_guidelines\\_on\\_commodities.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1412_final_report_on_mar_guidelines_on_commodities.pdf).

<sup>60</sup>Cfr. SEPE M., *Abusi di mercato*, in AA.VV *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE F, Padova, 2015 pp.763-793 ed ivi altra bibliografia. MAR in particolare ha definito all'art.12 il nuovo ambito della fattispecie del *market abuse*, definendo espressamente quali attività possano costituire manipolazione (par 1), la lista delle condotte manipolative (par.2) e di indicatori di manipolazione (allegato 1) oltre ad un elenco delle condotte ammesse (art.13). MAD invece ha indicato gli obiettivi minimi da perseguire con la tutela penale di tali illeciti, in quanto come indicato nei considerando 5, 6 e 7 le sanzioni amministrative sono insufficienti ed è necessario istituire sanzioni penali per le violazioni più gravi e prevedere un'uniformità tra gli Stati membri onde evitare arbitraggi regolamentari. Cfr. BRUSEGAN C., *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una nuova regolamentazione europea omogenea?*, in *Archivio penale*, 2015 1, pp. 1-15 ed ivi altra bibliografia, che analizza il sistema sanzionatorio e le regole minime per la repressione di tali comportamenti. Cfr. anche le Linee guida CONSOB del 13.10.2017 in materia di informazioni privilegiate.

<sup>61</sup>Cfr. definizione nel paragrafo REMIT anche in rapporto con MAR.

<sup>62</sup>Di particolare rilevanza è l'obbligo ex art.16 MAR di individuare e segnalare le operazioni sospette all'autorità competente, dotandosi di sistemi e dispositivi che garantiscano il monitoraggio e l'individuazione di tali operazioni e procedure interne. Nel considerando 21 di MAR si introduce un'esenzione per gli organismi pubblici europei e nazionali, che effettuano operazioni nell'ambito della Direttiva ETS, pur escludendo il caso in cui tali operazioni siano effettuate al di fuori di tale

Come sopra indicato a proposito di MiFID II dal 3 gennaio 2018 le quote di emissioni sono inserite tra gli strumenti finanziari, in risposta alla necessità di regolamentare tale mercato ed evitare le attività fraudolente perpetrate soprattutto in tema di frodi IVA<sup>63</sup>.

Gli obblighi introdotti da MAR anche per le quote di emissioni sono quindi la pubblicazione delle informazioni privilegiate relative al mercato delle quote di emissioni, di cui il partecipante entra in possesso, l'obbligo di tenere ed aggiornare un registro dei soggetti (*"insider list"*) aventi accesso a tali informazioni privilegiate (art.18), l'obbligo della comunicazione di operazioni (*"internal dealing"*) compiute da parte di soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione della società e delle persone strettamente collegate (art.19)<sup>64</sup>. In relazione al primo obbligo viene inserita una nozione specifica di informazione privilegiata nell'art.7 comma 1 lett.c) in relazione alle quote di emissioni, non potendosi applicare la stessa definizione relativa agli emittenti (lett. a) od a i derivati su merci (lett.b), che definisce *"un'informazione avente carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari derivati collegati"*. Per tale informazione al comma 4 si fa riferimento soltanto ai *"prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni"*, come *"un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli*

---

scopo o dalle persone di tali organismi che effettuino operazioni per proprio conto. La trasparenza del mercato è comunque salva, dovendo tali organismi garantire la comunicazione ed accesso *"in modo equo e non discriminatorio"*.

<sup>63</sup>Il Regolamento UE 1031/2010 *"Regolamento Aste"* oltre a regolare il sistema di partecipazione alle aste aveva definito alcune regole sull'*insider trading* e sul *market manipulation* per tale mercato. Come indicato nello stesso considerando 37 *"in conseguenza della classificazione delle quote di emissioni come strumento finanziario"* tali regole vengono meno applicando direttamente MAR. Cfr. MOCCI-FACCHINI, *La nuova disciplina delle quote di emissioni tra MiFID II e MAR*, in <http://dirittobancario.it> 2015, p.15.

<sup>64</sup>Non si ritengono applicabili ai partecipanti al mercato delle quote di emissioni, anche perché non vengono ivi espressamente richiamati, le previsioni relative ai paragrafi 11 e 12 relative al periodo di chiusura, cioè di divieto di negoziare durante il periodo di 30 giorni prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno.

*elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento*". Si introduce, pertanto, l'obbligo per un partecipante al mercato delle quote di emissioni di comunicare al pubblico, *"in modo efficiente e tempestivo"* le informazioni privilegiate relative alle quote di emissioni, che possiede o controlla direttamente o tramite *"l'impresa madre o un'impresa collegata"*. In relazione proprio a tali informazioni si specifica espressamente che *"Per quanto riguarda gli impianti, tale comunicazione comprende le informazioni relative alla capacità e all'utilizzo degli stessi, inclusa la loro indisponibilità programmata o non programmata"*, anche se non sono da comunicare quelle informazioni relative ad impianti al di sotto di una soglia minima da calcolarsi a livello di gruppo societario, sia in termini di emissioni aggregate di CO2 equivalente che di potenza termica nominale, determinata dal Regolamento Delegato EU 522/2016 in 6 milioni di ton/anno per le emissioni e 2430 MW per la potenza termica. La *ratio* di tale esclusione viene spiegata nel considerando 51 dove si specifica che tale obbligo deve essere limitato a quei partecipanti al mercato delle quote di emissioni che *"per dimensioni e attività"* possano *"influenzare sensibilmente il prezzo"* delle quote di emissioni, dei prodotti oggetto d'asta e dei derivati connessi. Si specifica poi che tali informazioni riguardano *"le attività concrete"* e non i piani o le strategie e che tale attività di *disclosure* non deve portare ad una duplicazione delle attività già effettuate ai sensi di REMIT.

In relazione all'obbligo di *internal dealing* si deve evidenziare come debba essere effettuato entro tre giorni e che possano essere utilizzati dei mezzi di informazione avvalendosi dei meccanismi garantiti dall'art.21 della Direttiva 2004/109/CE, se il diritto nazionale non ha previsto che possa essere effettuato da una specifica autorità competente, in modo da assicurare un accesso rapido e su base non discriminatoria.

Sull'abuso di mercato invece MAR introduce all'art.12, comma 2, lett. e) un'altra specifica previsione a proposito di alcune condotte manipolative per le quote di emissione, costituita da *"l'acquisto e la vendita sul mercato secondario,*

*in anticipo sull'asta" "con l'effetto di fissare il prezzo di aggiudicazione dell'asta ad un livello anormale o artificiale o di indurre in errore gli altri partecipanti".*

Mentre da un lato l'inclusione delle quote di emissioni nel novero degli strumenti finanziari può risultare utile per reprimere gli abusi effettuati nel mercato, dall'altro l'obbligo della *disclosure* delle informazioni privilegiate potrebbe costituire una duplicazione rispetto a REMIT e gli adempimenti dell'*internal dealing* non realmente utili in relazione alle quote di emissioni, in quanto risulta difficile un'autonoma negoziazione, in tali mercati specifici di tali strumenti da parte, ad esempio, di un consigliere di amministrazione delle società partecipanti.

5.2. Ad oggi si potrebbe sostenere che le fattispecie illecite dell'*insider trading* e *market manipulation* siano regolate dal MAR, mentre il sistema sanzionatorio sia regolato dal TUF, che contiene delle sanzioni nel massimo edittale più afflittive del minimo richiesto da MAD II<sup>65</sup>. Infatti, il sistema sanzionatorio relativo agli illeciti commessi in violazione di MAR segue le disposizione del TUF, ma è destinato a mutare con il recepimento della MAD II, che doveva essere effettuato entro il luglio 2016 ed il cui intervento legislativo è ormai ritenuto im-

---

<sup>65</sup>Tali fattispecie sono regolate nella Parte V, Titolo I-bis, Capo II del TUF dagli art.184 (*Abuso di informazioni privilegiate*), punito con reclusione da 1 a 6 anni e con multa da 20.000 a 3 milioni di euro, art.185 (*Manipolazione del mercato*), punito con reclusione da 1 a 6 anni e con la multa da 20.000 a 5 milioni euro, art. 187 bis (*Illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate*), punito con sanzione amministrativa pecuniaria da 100.000 a 15 milioni di euro, art.187 ter (*Illecito amministrativo di manipolazione di mercato*), punito con sanzione amministrativa pecuniaria da 100.000 a 25 milioni di euro. Ai sensi dell'art. 39, comma 1, della L. 28.12.2005 n.262, le pene previste in questa parte del TUF sono raddoppiate entro i limiti posti a ciascun tipo di pena dal Libro I, Titolo II, Capo II del Codice Penale. Cfr. COCCO, *La riforma penale europea sugli abusi di mercato*, in *Patto per la legalità*, Milano, 2017, p.11 ss., che evidenzia come tra le varie modifiche da recepire vi sia quella dell'*insider* secondario che non viene ad oggi sanzionato penalmente in Italia. Cfr. anche SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Società* 2016, 2, pp.218 ss, che evidenzia i limiti di efficacia dell'apparato sanzionatorio. La Legge 262/2005 ha esteso la responsabilità amministrativa degli enti ex D.lgs 231/01 (art.25 sexies) alle fattispecie di abuso di mercato sopra riportate.

procrastinabile<sup>66</sup>.

Ai sensi della normativa italiana ad oggi applicabile tali illeciti possono dar luogo a sanzioni sia penali che amministrative e quindi ad un doppio binario sanzionatorio. Tale tema è stato lungamente discusso sia in giurisprudenza che in dottrina potendo configurarsi come violazione del principio del *ne bis in idem* (Art.4 protocollo7 Convenzione europea dei diritti dell'uomo), su cui è intervenuta la CEDU (Corte Europea dei diritti dell'uomo Sez. II Grande Stevens c/Italia del 4/3/2014) che ha ravvisato la violazione di tale principio in relazione all'avvio del procedimento penale ex art.185 TUF per una condotta già oggetto di sanzione amministrativa da parte della CONSOB per l'illecito di cui all'art.187 ter TUF, che per la natura repressiva e l'eccessiva severità sono da considerarsi sostanzialmente penali<sup>67</sup>. Nel considerando 23 la MAD II ha espressamente indicato che le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite penalmente *“almeno nei casi gravi”* e che *“gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento UE n.596/2014 non violi il principio del ne bis in idem”*.

In attesa del completo recepimento della normativa MAR e MAD, si può

---

<sup>66</sup>Cfr. Sulla legge delega del 2015 BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in [www.lalegislazionepenale.eu](http://www.lalegislazionepenale.eu) del 10/12/2015 e sulla nuova proposta del 2017 MUCCIARELLI, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *Dir. Pen. e processo*, 2018, 1, p.5 ss.

<sup>67</sup> Cfr. anche Cass. I pen. Gabetti e Grande Stevens n.19915 del 14.5.2014 e Corte Costituzionale sentenza n.102 del 8.3.2016 che ha dichiarato inammissibili le questioni di costituzionalità, salvando il doppio binario sanzionatorio, penale ed amministrativo. Cfr. anche l'ordinanza del 6.12.2016 della I sezione penale del Tribunale di Milano che richiama una sentenza della Corte Europea del 15.11.2016 che esclude il *bis in idem* in caso di connessione sostanziale e temporale tra i procedimenti amministrativo e penale. Su tale tema numerosi contributi: FLICK - NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative; doppio binario o binario morto? (“materia penale”, giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014 sul market abuse)*, in *rivistaaic.it* 3, 2014, ZABREBELSKY, *Le sanzioni CONSOB, l'equo processo e il ne bis in idem nella CEDU*, in *Giur. It.*, 2014, c.1196, MONTALENTI, *Abuso di mercato e procedimento CONSOB: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur.comm.*2015, p.478 ss, CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, in *Studi di diritto dell'economia* 1, Milano, 2016, p.182. Sui rapporti tra le corti FLICK, *Il principio di legalità: variazioni sul dialogo tra Corte di Giustizia, Corte Europea dei Diritti dell'uomo e Corte Costituzionale*, in [www.rivistaic.it](http://www.rivistaic.it) 4/2014.

ritenere che l'autorità giudiziaria e la CONSOB, in applicazione del principio di collaborazione ex art.187 decies TUF, possano decidere caso per caso quale autorità debba attivarsi in presenza di un illecito, prevenendo così la doppia sanzione ed evitando il *ne bis in idem*.

6. Da quanto sopra analizzato si evince come la normativa finanziaria specifica per il settore degli *energy derivatives* si inserisca nella nuova normativa finanziaria europea volta ad integrare i mercati e garantire la protezione degli investitori.

Prima della crisi del 2008, in considerazione della stretta correlazione tra mercati *futures* su *commodities* e mercati finanziari, erano stati enucleati tre modelli<sup>68</sup>, che prevedevano la piena applicabilità della normativa finanziaria (Italia, Germania), la differenziazione del regime applicabile (USA) e l'applicazione ai *commodity derivatives* della stessa regolamentazione per i *financial derivatives* con alcune esenzioni specifiche (Regno Unito).

Con l'emanazione di EMIR, REMIT, MAR e MiFID II sono aumentate le interazioni con la regolazione finanziaria, che non tiene conto, però, della peculiarità dei mercati energetici, dove il rischio sistemico è poco rilevante. Da una parte tali normative finanziarie offrono la possibilità di controllare, tramite anche le autorità di vigilanza, tali mercati e renderli più trasparenti, ma dall'altra aumentano le attività di *compliance*, soprattutto legate alla reportistica ed i relativi costi connessi e sono contrarie al principio della semplificazione. Per questo motivo tali normative costituiscono un onere per gli operatori energetici di dimensioni ridotte, che per evitare costi di *compliance* rinunciano ad operare sui mercati dei derivati, facilitando la concentrazione del mercato in mano a pochi operatori e riducendone la liquidità.

---

<sup>68</sup>Cfr. LAMANDINI, *Scambi su merci e derivati su commodities: un'introduzione*, in AA.VV. *Scambi su merci e derivati su commodities. Quali prospettive* a cura di LAMANDINI- MOTTI, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, Bologna, 2006, pp.6-7, che costituisce il primo studio italiano completo sull'argomento.

Lo scopo della normativa di ridurre le attività speculative e limitare la negoziazione degli *energy derivatives* per fini soltanto di *hedging* si evince chiaramente sia dalle esenzioni MiFID II che dall'esclusione di tali strumenti dal calcolo delle varie soglie.

La tendenza alla finanziarizzazione si è avuta anche in relazione al mercato delle quote di emissioni, dove il legislatore europeo (come motivato nel considerando 11 della MiFID II) per rafforzare l'integrità e salvaguardare il funzionamento di tali mercati, non regolamentati e quindi esposti nel passato ad operazioni fraudolente, ha inserito le quote di emissioni nell'alveo degli strumenti finanziari.

Come già evidenziato, a seguito della revisione del regime delle esenzioni, si era paventata la possibilità che le società energetiche attive nel *trading* anche di *energy derivatives* dovessero trasformarsi in imprese finanziarie per poter continuare ad effettuare il *trading* speculativo, ma ad oggi tali società possono limitare le proprie attività ad operazioni di *hedging* e spostare l'attività di *trading* speculativo, laddove possibile, verso gli strumenti non finanziari oggetto del REMIT *carve out*, e notificare alla CONSOB l'utilizzo dell'esenzione per le attività accessorie per le negoziazioni in strumenti derivati su merci o quote di emissione.

Dall'analisi compiuta si evince poi che vi siano norme nazionali e norme sovranazionali europee ed un operatore nei mercati energetici deve effettuare un aggiornamento continuo sulla normativa del settore e lo studio di possibili interazioni con altre regolamentazioni, tra cui soprattutto quella finanziaria e definire procedure e controlli interni sulle attività del *trading* per verificarne l'effettiva implementazione.

*De iure condendo* ed a conclusione del tema analizzato è ragionevole supporre che i mercati energetici *wholesale* saranno influenzati dalla Financial

Technology (“FinTech”) e dall’uso delle nuove tecnologie quali *blockchain*<sup>69</sup>, che potrebbero essere utilizzate per le attività di *trading* nei mercati energetici, con numerosi benefici tra cui la riduzione dei costi delle intermediazioni dei *broker* e delle borse mediante la conclusione di transazioni P2P.

Inoltre, tale strumento può garantire anche l’integrità e l’immutabilità oltre che l’autenticità e la sicurezza delle operazioni compiute. D’altro canto, la natura della *blockchain*, come un archivio digitale trasparente e protetto in quanto non modificabile, potrebbe essere considerato anche un utile strumento in mano ai regolatori ed alle autorità nazionali ed europee per verificare e monitorare le operazioni, eliminando le attività di *reporting*.

Vi sono però dei problemi di natura regolatoria relativamente alla configurazione come piattaforma di tali nuovi strumenti e, quindi, come OTF in caso di contratti derivati e *organized market places* (“OMP”) o *Person professionally arranging transactions* (“PPAT”) in caso di REMIT e relativi alla non modificabilità ed impossibilità di annullamento dei contratti conclusi tramite *blockchain*. Esistono, infine, degli aspetti connessi al nuovo *General Data Protection Regulation* (“GDPR”) in vigore in via definitiva dal 25 maggio 2018, relativi all’individuazione del responsabile del trattamento ed al diritto all’oblio, anche se è garantita la libera circolazione di dati non personali relativi alle società.

Si tratta sicuramente di uno strumento di grande interesse che le società energetiche stanno prendendo in considerazione.

## Sabrina Guarnieri

---

<sup>69</sup>Cfr. BELLEZZA, *Blockchain*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di PARACAMPO, Torino, 2017, pp.217-228, ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell’ESMA*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di PARACAMPO, Torino, 2017, pp.229- 238 e su *blockchain* BELLINI, *Blockchain: cos’è, come funziona e gli ambiti applicativi in Italia*, in <https://www.blockchain4innovation.it/esperti/blockchain-perche-e-cosi-importante/>. Cfr. anche la proposta di risoluzione del 28.04.2017 del Parlamento europeo sul settore finanziario e l’istituzione di una task force nel 2016 e di un osservatorio europeo il 1.2.2018.

**VERSO LA CAPITAL MARKETS UNION: LE NUOVE TRADING  
VENUE NELLA MIFID II E NEL MIFIR \***

*(New MiFID regulation of trading venues as a step forward in the path towards the Capital Markets Union)*

**ABSTRACT:** *The burst of the 2007-2008 crisis has inevitably triggered a "legislation cascade" aimed to increase the regulation of banking and financial industry. This paper analyzes the main goal of the European Union to harmonize the laws of the Member States by means of European legislation, in order to eliminate all internal barriers and to promote transparency in every transaction within the regional market.*

*To that effect, after having implemented the Banking Union, the European legislator aims to achieve also a Capital Markets Union: at the center of the action plan, as underlined by Jonathan Hill, the former Commissioner for Financial Stability, there must be the will to create a system that meets the financial interests of enterprises as well as the ones of investors.*

*This research focuses on the possibility that the Capital Markets Union would provide alternative financing channels other than banking, through direct supply to the markets, and this can stimulate investment and create jobs. . Concluding remarks highlight that this Union is part of an ambitious project aimed at reviving the European economy and preserving the efficient and orderly functioning of the internal markets. A project that has already made its first buds bloom: the MiFID II and the MiFIR.*

---

\*Contributo approvato dai revisori.

**SOMMARIO:** 1. Verso la *Capital Markets Union*. - 2. Un passo indietro: l'evoluzione normativa dei mercati. - 3. Le novità introdotte dalla MiFID II e dal MiFIR. - 4. Il ruolo delle PMI nell'economia italiana e i recenti sviluppi normativi. - 5. La grande novità della MiFID II: il mercato di crescita delle PMI - 6. Il fenomeno della disintermediazione - 7. Conclusioni.

1. *"Dobbiamo completare le nuove norme europee sulle banche con l'Unione dei mercati dei capitali. Per migliorare il finanziamento dell'economia è necessario sviluppare e integrare ulteriormente i mercati dei capitali in modo da diminuire il costo della raccolta di fondi, soprattutto per le piccole e medie imprese"*<sup>1</sup>.

Nel suo discorso davanti al Parlamento europeo del 15 luglio 2014, il Presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, proponeva un ulteriore passo verso l'integrazione europea: dopo l'avvio dell'Unione Bancaria, il successivo obiettivo da raggiungere deve essere rappresentato da una nuova *formula* volta conferire unitarietà ai centri di scambio in cui si incontra la domanda e l'offerta di capitali (*Capital Markets Union* - CMU); formula che sia in grado di sostenere l'economia reale e incrementare l'attrattività del mercato finanziario europeo.

La sfida è stata immediatamente accettata: il 18 febbraio del 2015 la Commissione europea ha pubblicato un Libro Verde dal titolo *"Building a Capital Markets Union"*<sup>2</sup> ed ha contestualmente condotto una consultazione pubblica, all'esito della quale è stato emanato un apposito *Action Plan*<sup>3</sup>, da completarsi

---

<sup>1</sup>Cfr. *Speech* disponibile su *European Commission, Press Release database*: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-567\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-567_it.htm)

<sup>2</sup>Cfr. Libro verde *"Costruire un'Unione dei mercati dei capitali"* [COM(2015) 63 final], Bruxelles, 18 febbraio 2015.

<sup>3</sup>Cfr. *European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union* [COM(2015) 468 final], Bruxelles, 30 settembre 2015.

entro l'anno 2019. Tale piano persegue lo scopo di individuare le azioni necessarie a migliorare l'accesso ai finanziamenti per tutte le imprese, aiutare le PMI a reperire finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, creare un mercato unico per i capitali eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri nonché diversificare le fonti di finanziamento dell'economia e ridurre il costo della raccolta di capitali. Nella prefigurata CMU si auspica quindi un rafforzamento della competitività dell'eurozona<sup>4</sup> che, grazie alla presenza di un mercato unico dei capitali per tutti gli Stati membri, potrà essere in grado di attirare investimenti provenienti da tutto il mondo.

Alla base dell'ambizioso progetto, come ricordato anche nel Libro Verde, non c'è altro che un'innovativa applicazione del principio della libera circolazione dei capitali (sancito dal Trattato di Roma nel 1957). Tale applicazione non rappresenta solo una ulteriore espressione delle libertà fondamentali dell'Unione, ma si propone di conformare la struttura del mercato unico,<sup>5</sup> con l'effetto di incrementare il valore che l'intervento pubblico attribuisce alla spinta competitiva.

Non a caso gli obiettivi proposti dalla Commissione europea sono stati accolti con favore anche dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) che, nella sua risposta ai quesiti contenuti nel Libro Verde, ha ribadito che la realizzazione di un mercato unico dei capitali, integrato e ben funzionante, possa essere considerata l'ultima naturale evoluzione del principio di libera circola-

---

<sup>4</sup>Sul tema SICLARI, "*European Capital Markets Union E Ordinamento Nazionale*" in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.4, 2016, pagg. 481 e ss.

<sup>5</sup>Così ZAGHINI, "*Capital Markets Union. Tratti essenziali e stato dell'arte*" reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

zione dei capitali<sup>6</sup>.

In tale ottica, la disciplina contenuta nella direttiva del 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE (c.d. *Markets in Financial Instruments Directive II* - MiFID II) e nel regolamento del 15 maggio 2014 n. 600 (il c.d. *Markets in Financial Instruments Regulation* - MiFIR) deve oggi esser interpretata avendo riguardo alla necessità di raggiungere tale scopo: ciò in quanto tale complesso dispositivo, da un lato, ha introdotto, *inter alia*, rilevanti modifiche alla disciplina dei mercati riguardanti la trasparenza delle negoziazioni nonché la struttura, l'efficienza e l'integrità delle sedi di scambio; dall'altro perché costituisce il fondamento di un "codice europeo" della disciplina dei mercati, come auspicato dal gruppo "De Larosiere" e recepito dal Consiglio europeo del 18/19 giugno 2009<sup>7</sup>.

In tale contesto, dunque, la regolazione della trasparenza ha assunto un ruolo rilevante, quale presidio di una migliore circolazione delle informazioni e quindi della piena conoscibilità delle negoziazioni che danno contenuto ai mercati finanziari. Ne consegue una conferma dell'impostazione tradizionale, che ascrive all'intervento pubblico il compito di promuovere comportamenti volti a favorire scambi tra soggetti *parimenti* informati e, quindi, in grado di fare scelte efficienti.

In definitiva, competizione e trasparenza sono le linee di convergenza che dovranno esser osservate per seguire il processo di implementazione della Capital Markets Union.

---

<sup>6</sup>Cfr. Press Release - ESMA publishes response to Capital Markets Union Green Paper - 21 maggio 2015, reperibile su [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-876\\_press\\_release\\_-\\_esma\\_response\\_to\\_the\\_cmu\\_green\\_paper.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-876_press_release_-_esma_response_to_the_cmu_green_paper.pdf)

<sup>7</sup>Cfr. SEPE, "La MiFID II e i Mercati", in "La MiFID II - Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati", a cura di Vincenzo Troiano e Raimondo Motroni, CEDAM 2016, pag. 265

2. Determinante, ai fini di una migliore comprensione delle novità introdotte dalla nuova disciplina europea, è l'analisi delle direttrici che, nel tempo, hanno orientato l'evoluzione storico-normativa dei mercati. In breve, non si tratta di affrontare - ancora una volta - il problema relativo alla creazione di regole efficienti per orientare i flussi informativi sulle negoziazioni, ma di individuare i risultati del dibattito intercorso al fine di trarne elementi utili alla creazione di un mercato trasparente ed equilibrato, muovendo dunque dalle problematiche originariamente affrontate da alcuni Paesi della Comunità europea con politiche di concentrazione degli scambi all'interno dei soli mercati regolamentati (*i.e.* Borsa)<sup>8</sup>.

E' necessario, quindi, ricordare che, insieme all'Italia, anche la Francia e la Spagna propendevano per la politica di concentrazione. Diversamente, altri paesi come quello anglosassone, prediligevano la libertà delle negoziazioni. La posizione italiana rimase pressoché immutata anche con l'entrata in vigore del decreto legislativo Eurosim n. 415/1996 di recepimento della direttiva 93/22/CEE (la c.d. ISD - "*Investment Service Directive*"), poi confluito nel decreto legislativo n. 58 del 1988 (TUF).

Una prima vera apertura verso una maggior possibilità di competizione fra le diverse *trading venue* si ebbe con l'entrata in vigore della direttiva 2004/39/CE (la "MiFID I"), pietra miliare della liberalizzazione dei mercati, che aboliva definitivamente l'obbligo di concentrazione. Conseguentemente, accanto ai mercati regolamentati, la normativa comunitaria istituiva sedi alternative di negoziazione: i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Faci-*

---

<sup>8</sup>Cfr. BERTI DE MARINIS, "*La nuova trasparenza pre e post negoziale alla luce della direttiva MiFID e del regolamento MIFIR*" in "*La MiFID II - Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*", a cura di Vincenzo Troiano e Raimondo Motroni, CEDAM 2016, pag. 290

lity - MTF)<sup>9</sup>, operanti appunto su base multilaterale, e gli internalizzatori sistematici<sup>10</sup>, operanti su base bilaterale.

L'analisi sull'efficienza dei mercati svolta dalla Commissione europea<sup>11</sup> in sede di elaborazione della direttiva aveva infatti condotto la stessa a ritenere che la concorrenza tra le sedi di negoziazione avrebbe potuto apportare notevoli benefici, consentendo di ridurre i costi delle operazioni, facendo affluire ulteriore liquidità al mercato e contribuendo ad ottimizzare l'attività di regolamento delle operazioni.

Per una miglior comprensione di quanto verrà poi analizzato successivamente, si specifica che l'apertura ad un sistema concorrenziale comportò una forte regolamentazione degli obblighi di *market transparency*, sia *pre* che *post* negoziazione, prodromici alla corretta formazione dei prezzi e delle condizioni di negoziazione<sup>12</sup>, sia di *transaction reporting*, relativi alle informazioni da trasmettere all'autorità di vigilanza: il principio di trasparenza infatti legittimava la frammentazione degli scambi tra più sedi di negoziazione, evitando conseguenze negative sui processi di *price discovery*.

Nonostante l'impegno del legislatore europeo, che estendeva la *market transparency* a tutte e tre le sedi di negoziazione, permanevano però molte la-

---

<sup>9</sup>Ai sensi dell'art. 4, comma 1, n. 15 della MiFID I, per MTF si intendeva "sistemi multilaterali gestiti da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno e in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari in modo da dare luogo a contratti".

<sup>10</sup>Ai sensi dell'art. 4, comma 1, n. 7 della MiFID I, per internalizzatore sistematico si intendeva "imprese di investimento che in modo organizzato e sistematico negoziano per conto proprio sulla base di ordini del cliente al di fuori del mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione".

<sup>11</sup>Cfr. proposta di direttiva del 19/11/2002 presentata dalla Commissione "relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio".

<sup>12</sup>Cfr. PERRONA, *Sistemi di controllo e mercato di capitali*, in *Riv. Soc.* 2011, pag. 842.

cune: come noto, la presenza di *broker crossing system*<sup>13</sup>, il beneficiare del regime delle esenzioni alla trasparenza *pre trade* da parte di molte *trading venue*, la limitazione delle regole di trasparenza ai soli titoli rappresentativi di capitale nei mercati regolamentati e l'assenza di un sistema unitario di consolidamento delle informazioni ha vulnerato il sistema di *price discovery* - e di conseguenza l'equilibrio del mercato - e ha portato il legislatore europeo alla revisione della MiFID I, non idonea a fronteggiare le nuove congiunture economiche<sup>14</sup>.

Da qui, le ragioni di una proposta di revisione della direttiva MiFID I,<sup>15</sup> con l'obiettivo in base al quale: "*A tutte le ... sedi saranno applicati i medesimi requisiti di trasparenza pre e post negoziazione. Similmente, sono pressoché identici anche i requisiti afferenti agli aspetti organizzativi e alla sorveglianza del mercato (...). Una tale situazione garantirà delle condizioni di parità in presenza di attività analoghe da un punto di vista funzionale*". Ciò, con l'effetto di attrarre nell'area della regolamentazione (vigilanza e trasparenza) alcune "vasche oscure" degli scambi di strumenti finanziari. Così il 25 maggio 2014 sono entrati in vigore la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR, applicabili dal 3 gennaio 2018.

Tra le principali novità introdotte dalla MiFID II e dal MiFIR si annoverano le seguenti: (a) l'introduzione di una nuova sede di negoziazione, accanto ai mercati regolamentati e agli MTF: gli OTF; (b) il declassamento degli internalizzatori sistematici, non più considerati *trading venue*; e (c) il rafforzamento degli

---

<sup>13</sup>I *broker crossing system* si possono definire come "sistemi costituiti internamente a banche e imprese di investimento, in virtù dei quali si realizza l'incrocio tra ordini di acquisto e di vendita di strumenti finanziari per il tramite di sistemi elettronici/computerizzati" così ANNUNZIATA, *Il fenomeno "ibrido" dei crossing system*, 2014, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

<sup>14</sup>Così BERTI DE MARINIS, cit., pag. 302-303.

<sup>15</sup>Cfr. PACE, "*I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*" in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 3/2012, pagg. 485 e ss.

obblighi di trasparenza *pre* e *post trade*, necessari nell'ambito di sistemi economici concorrenziali, e degli obblighi di *transaction reporting* al fine di evitare abusi di mercato<sup>16</sup>.

Come vedremo le nuove normative, pur mantenendo la competizione tra le varie *trading venue* - aggiungendone addirittura anche una nuova - compiono una sorta di "passo indietro" rispetto alla precedente: infatti se la MiFID I aveva eliminato l'obbligo di concentrazione mediante la liberalizzazione dei mercati, la MiFID II reintroduce in un certo senso tale obbligo prevedendo: (i) limitatamente agli strumenti *equity* l'obbligo di negoziazione solo su mercati regolamentati, MTF, internalizzatori sistematici o una "equivalente" *third-country trading venue*, e (ii) per gli strumenti finanziari derivati, soggetti all'obbligo di compensazione, l'obbligo di negoziazione su mercati regolamentati, MTF e OTF<sup>17</sup>.

3. Come anticipato, il primo intervento verso una maggior trasparenza ed efficienza dei mercati riguarda l'introduzione di una nuova sede di negoziazione, l'*Organized Trading Facility* (OTF), definita all'articolo 4, par. 1, n. 23 della MiFID II come:

*"sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dar luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva"*.

La definizione, così come strutturata, risulta volutamente molto ampia, in

---

<sup>16</sup>Importanti novità sono state introdotte anche in tema di *market abuse* con l'entrata in vigore del nuovo regolamento (UE) n. 596/2014 ("MAR").

<sup>17</sup>Cfr. articolo 23 e 28 MiFIR.

quanto ha lo scopo di attrarre, in via residuale, e anche in un'ottica futura, ogni tipo di negoziazione che non corrisponda alle specifiche regolamentari e alla funzionalità di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione<sup>18</sup>.

Ciò posto, il fattore di novità della nuova disciplina consiste proprio nell'aver ricondotto nel fenomeno "mercato", inteso come sede regolamentata delle negoziazioni, tutte le possibili forme di negoziazione organizzata su base multilaterale<sup>19</sup>, permettendo così di assicurare la trasparenza e l'efficienza della quasi totalità degli scambi.

Ai fini di una valutazione più puntuale della nuova sede di negoziazione, risulta determinante l'analisi degli elementi di affinità e di divergenza rispetto ai mercati regolamentati e gli MTF<sup>20</sup>.

Quanto agli elementi di affinità, in tutte e tre le *trading venue* le negoziazioni vengono effettuate su base multilaterale, ossia incrociando interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in ossequio a requisiti uniformi di trasparen-

---

<sup>18</sup>Cfr. SEPE, "Sistemi multilaterali di negoziazione - internalizzatori sistematici - sistemi organizzati di negoziazione", in *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario* a cura di Francesco Capriglione, 2015 CEDAM, pag. 725; cfr. considerando 8) del MiFIR

<sup>19</sup>Deve tuttavia evidenziarsi che, alla luce della definizione poc'anzi riportata, non sono da considerarsi OTF quei sistemi in cui non abbia luogo una vera e propria organizzazione ed esecuzione delle negoziazioni, quali ad esempio: bacheche elettroniche per la pubblicizzazione degli interessi di acquisto e vendita; altre entità che riuniscono o raggruppano potenziali interessi di acquisto e vendita; servizi elettronici di conferma post-negoziazione o compressione del portafoglio, che riduce i rischi non di mercato in portafogli di strumenti derivati senza modificare il rischio di mercato dei portafogli stessi (cfr. considerando 8) MiFIR).

<sup>20</sup>Si specifica che è stato introdotto inoltre anche il nuovo servizio di investimento di gestione di sistemi organizzati di negoziazione, che si affianca a quello già esistente di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, che potrà essere legittimamente svolto solo a seguito di autorizzazione con le conseguenze previste per l'abusivo esercizio d'attività qualora l'autorizzazione difetti. Sul punto MOTTI, "Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici" in *L'attuazione della MiFID in Italia*, il Mulino 2010, Bologna, pag. 685: mentre gli MTF e gli OTF necessitano dell'autorizzazione solo per legittimare l'esercizio del servizio, i mercati regolamentati necessitano dell'autorizzazione per la loro stessa esistenza (art. 5 MiFID II; art. 44 MiFID II).

za *pre* e *post* negoziazione. Inoltre le operazioni di negoziazione sono concluse nell'ambito di un "sistema": secondo il considerando 7) del MiFIR, il termine sistema comprende tutti i mercati che sono costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione nonché quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole. La nozione quindi richiama l'idea di un'organizzazione che assicuri una certa stabilità e ripetitività di azioni. Da ultimo in tutte e tre le sedi di negoziazione viene esplicitata la stessa funzione di negoziazione organizzata.

Da ciò si deduce che tali elementi, con la MiFID II, diventano i principali requisiti delle *trading venue* (motivo per il quale - come vedremo nel prosieguo - da tale categoria sono stati esclusi gli internalizzatori sistematici). Per converso, le principali divergenze rispetto ai mercati regolamentati e agli MTF, risiedono (i) nel più ristretto perimetro degli strumenti finanziari dei quali si consente la negoziazione, essendo esclusi i titoli azionari e assimilati, (ii) nella possibilità di operare su regole discrezionali e nel grado di discrezionalità con cui possono essere eseguiti gli ordini, e (iii) in una neutralità "relativa" del gestore di OTF che amministra il sistema<sup>21</sup>, in quanto l'"intrusione" dell'impresa di investimento che gestisce l'OTF nelle negoziazioni del proprio sistema di scambi non potrà mai essere illimitata dovendosi svolgere necessariamente in modo tale da non infrangere la multilateralità.

Ciò posto, occorre considerare che, se da un lato gli OTF entrano a far

---

<sup>21</sup>Ulteriore e importante particolarità dell'OTF riguarda la possibilità di consentire l'accesso al mercato ad una gamma più ampia di negoziatori, tra i quali anche investitori non professionali. Ciò ha importanti conseguenze con riferimento al rispetto nelle transazioni delle disposizioni a tutela degli investitori (ad esempio quelle in tema di *best execution*). Sul punto cfr. art. 20 MiFID II che fa riferimento a "clienti" e non a "intermediari". In questo senso cfr. LUCANTONI, "Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico" in *Banca Borsa e Tit. di Credito*, fasc. 2, 2017, pag. 182.

parte della categoria delle *trading venue*, dall'altra ne escono gli internalizzatori sistematici. Tale opzione normativa, come anticipato, sembra esser attribuibile ad una volontà di valorizzare l'impostazione "multilaterale" di talune sedi, rispetto a quelle ancorate a dinamiche di tipo "bilaterale", assegnando solamente alle prime la qualifica di *trading venue*<sup>22</sup>. Vengono, dunque, in considerazione talune caratteristiche dei mercati regolamentati, degli MTF e degli OTF, i quali permettono - pur con caratteristiche di maggior flessibilità proprie degli OTF - l'incrocio di interessi di acquisto e di vendita provenienti da terzi. Rileva, quindi, il fatto che il soggetto gestore (della sede) non utilizza capitale proprio (caratteristica non rinvenibile negli internalizzatori sistematici quali sistemi bilaterali che operano impiegando risorse proprie).

Rispetto alla MiFID I, la MiFID II e il MiFIR innovano la disciplina, sia sotto il profilo dell'impostazione concettuale che sotto quello definitorio della figura, pur continuando a prevedere - e anzi ampliando - anche per tale attività gli obblighi di *market transparency*.

Per quanto riguarda il primo profilo, come anticipato, l'internalizzatore sistematico esce dal novero delle *trading venue*, non integrando i requisiti necessari di multilateralità e di sistematicità e non combinando gli interessi di acquisto o vendita in modo funzionale come le altre tre sedi di negoziazione. Ne discende che le negoziazioni per conto proprio effettuate dall'internalizzatore sistematico saranno da considerarsi effettuate OTC.

Per quanto concerne invece il profilo definitorio, la definizione di internalizzatore sistematico viene integrata aggiungendo ai criteri di "organizzazione, frequenza e sistematicità" che devono connotare l'operatività dell'internalizza-

---

<sup>22</sup>Cfr. SCACCHI, ZAGHINI, "MiFID II. I servizi di comunicazione dati: APA, ARM e CTP" in *Diritto Bancario*, 2015, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), pag. 21.

tore sistematico, quello della "sostanzialità". L'articolo 4, par. 20, della MiFID II definisce così l'internalizzatore sistematico:

*"un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale"*

specificando poi successivamente in che modo si misuri la frequenza, la sistematicità e la sostanzialità:

*"Il modo frequente e sistematico si misura per numero di negoziazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate dall'impresa di investimento per proprio conto mediante esecuzione degli ordini dei clienti. Il modo sostanziale si misura sia per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni dell'impresa di investimento sullo strumento finanziario specifico, oppure per dimensioni delle negoziazioni OTC svolta dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni nell'Unione sullo strumento finanziario specifico".*

Tale nuovo approccio, che prevede l'inserimento di indicatori "quantitativi", è stato adottato per superare le difficoltà sorte con la disciplina previgente, che faceva ricorso solo a criteri di natura qualitativa<sup>23</sup>. I nuovi indicatori sono stati poi successivamente specificati e dettagliati dal *Technical Advice* dell'ESMA del 19 dicembre 2014 e trasposti dalla Commissione europea nel regolamento

---

<sup>23</sup>Cfr. GHIELMI, "Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MIFIR" in *Diritto bancario*, 2015, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) pag. 4. Per un maggior approfondimento si veda anche il *consultation paper* dell'ESMA - MiFID II/MiFIR 22 maggio 2014, n. ESMA/2014/ 549, punto 5, 192.

delegato 565 del 2017 a cui si rimanda per un maggior approfondimento<sup>24</sup>.

Nel quadro appena delineato, costituito da una molteplicità di *trading venue* affiancate da negozianti bilaterali quali gli internalizzatori sistematici, manca un solo tassello per creare un mercato competitivo ma allo stesso tempo virtuoso ed efficiente: la trasparenza delle negoziazioni effettuate, da applicarsi indistintamente a tutte le sedi di esecuzione fin qui analizzate.

Al riconoscimento di una molteplicità di *trading venue* in competizione economica corrisponde il tentativo - da parte della MiFID I - di introdurre un sistema di circolazione trasparente delle informazioni *pre* e *post* negoziali, con intenti di tutela del mercato, non aveva avuto molto successo. La crisi finanziaria, come noto, ha messo a nudo le carenze di un sistema di regolamentazione che ha reso evidente l'incompletezza della disciplina della trasparenza, che non è stata in grado di impattare adeguatamente sul processo di formazione dei prezzi, incentivando la sostanziale sfiducia degli investitori nel mercato<sup>25</sup>.

Per tale motivo, la MiFID II e il MiFIR hanno posto al centro dei propri interessi proprio la trasparenza. Sotto tale aspetto, la nuova disciplina uniforma le regole di trasparenza fra i diversi sistemi di negoziazione e l'operatività OTC (i) estendendo il suo ambito di applicazione, oltre che agli strumenti *equity*, anche agli strumenti *equity like* e *non equity* ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, su un MTF o su un OTF; (ii) calibrandola sia in base allo strumento oggetto di negoziazione sia in base delle diverse tipologie di negoziazioni. Colmando così le lacune presenti nella previgente normativa<sup>26</sup>."

Oltre agli obblighi *pre* e *post trading*, la nuova normativa richiama ed in-

---

<sup>24</sup>Si veda regolamento delegato 565 del 2017

<sup>25</sup>Cfr. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 3, 2016. pagg. 0091B e ss.

<sup>26</sup>Si veda il considerando 4) MiFIR.

tegra anche gli obblighi di *transaction reporting*, già presenti nella MiFID I, confermando al considerando 32 del MiFIR che "*I dettagli delle operazioni su strumenti finanziari dovrebbero essere segnalate alle autorità competenti per consentire loro di rilevare e accertare potenziali abusi di mercato, nonché di monitorare il regolare e corretto funzionamento dei mercati e le attività delle imprese di investimento*".

Non va omissis di considerare, tuttavia, che gli obblighi di trasparenza *pre* e *post trade* per le operazioni eseguite su sedi di negoziazione gravano sul gestore del mercato regolamentato e sull'impresa di investimento che gestisce una sede di negoziazione.

A ben considerare, con riferimento alla trasparenza *pre-trade* per i prodotti *equity* ed *equity like*, va osservato che l'articolo 3 del MiFIR prevede che i soggetti destinatari siano obbligati a: pubblicare il prezzo corrente di acquisto e di vendita; pubblicare lo spessore degli interessi di negoziazione; indicare l'interesse alla negoziazione. Trattasi di informazioni che dovranno essere messe a disposizione del pubblico in modo continuo durante il normale orario di contrattazione. A tale sistema di trasparenza, maggiormente coerente ed uniforme, si applica una disciplina delle deroghe che possono essere concesse dalle autorità competenti ai singoli gestori, che risulta però molto rigida e sottoposta ad un stringente controllo dell'ESMA alla quale le suddette deroghe, insieme alle ragioni che le giustificano, dovranno essere preventivamente comunicate da parte delle autorità competenti<sup>27</sup>.

Il legislatore ha previsto, inoltre, una preclusione per evitare che il ricorso

---

<sup>27</sup>Le esenzioni dall'obbligo di pubblicare le informazioni di cui all'articolo 3, par. 1, del MiFIR sono elencate all'articolo 4 del MiFIR e sono previste in particolari circostanze quali ad esempio ordini di dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato, oppure ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini della sede di negoziazione in attesa della divulgazione.

alle deroghe comprometta indebitamente la formazione dei prezzi, introducendo dei limiti quantitativi al volume di negoziazioni attinenti a prodotti che ottengano una esenzione rispetto alle regole di trasparenza appena citate (c.d. "Meccanismo del massimale sul volume")<sup>28</sup>.

Allo stesso modo unitaria è la disciplina della trasparenza *post trade* per gli strumenti *equity* e *equity like* per i quali i gestori dei sistemi di negoziazione dovranno rendere pubblici, per quanto possibile in tempo reale: il prezzo; il volume; la data e i dettagli delle operazioni eseguite. Il regolamento delegato n. 587/2017, articolo 14, specifica inoltre che per pubblicazione in tempo reale si intende (i) entro un minuto dall'operazione se effettuata in orario di contrattazione giornaliero; oppure (ii) prima del giorno di negoziazione successivo se effettuata fuori dall'orario di contrattazione giornaliero.

Anche in questo caso, la possibilità di ottenere il differimento della pubblicazione dei suddetti dati in funzione del tipo o della dimensione della negoziazione viene comunque sottoposto a severi controlli da parte dell'ESMA<sup>29</sup>. La pubblicazione differita è ammessa purché siano soddisfatti i seguenti criteri: (i) si tratta di un'operazione tra un'impresa di investimento, che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione *matched principal*, e un'altra controparte; (ii) le dimensioni dell'operazione sono pari o superiori alle dimensioni minime ammissibili a seconda dei casi.

Per le operazioni per le quali è autorizzata la pubblicazione differita, i dettagli delle operazioni sono resi pubblici: (i) per quanto possibile in tempo

---

<sup>28</sup>Per maggior dettaglio si veda l'articolo 5 del MiFIR.

<sup>29</sup>Cfr. articolo 7 MiFIR: l'autorità competente può autorizzare i destinatari della norma a deferire la pubblicazione analizzando il tipo di strumento e le dimensioni dell'operazione, ossia quando le operazioni sono caratterizzate da dimensioni elevate in rapporto alle normali dimensioni del mercato rispetto allo specifico strumento negoziato.

reale dopo la fine del giorno di negoziazione, compresa l'asta di chiusura, se del caso, per le operazioni eseguite oltre due ore prima della fine del giorno di negoziazione; oppure (ii) entro mezzogiorno ora locale del giorno di negoziazione successivo, per le operazioni non contemplate al punto (i)<sup>30</sup>.

In definitiva, ciò conferisce omogeneità alla disciplina prevista per la trasparenza *pre* e *post trade* con riferimento agli strumenti *non equity*: l'articolo 8 MiFIR impone alle *trading venue* (ovvero ai gestori delle *trading venue*) di: pubblicare il prezzo corrente di acquisto e di vendita; pubblicare lo spessore degli interessi di negoziazione; e indicare l'interesse alla negoziazione (trasparenza *pre trade*); l'articolo 10 MiFIR prevede, parimenti, l'obbligo di rendere noto il prezzo, il volume e la data e i dettagli delle operazioni eseguite (trasparenza *post trade*). Analoghe previsioni a quelle per gli strumenti *equity* e *equity like*<sup>31</sup> sono contemplate anche in tema di deroghe all'adempimento degli obblighi *pre trade* e di differimento delle pubblicazioni *post trade*, con solo una peculiarità<sup>32</sup>.

Va, quindi, considerato che la disciplina *pre* e *post trade* è oggetto di specificazione da parte del nuovo regolamento mercati, approvato dalla Consob<sup>33</sup> il 28 dicembre 2017 con delibera n. 20249; regolamento che, *inter alia*, adatta il nostro ordinamento alle previsioni contenute nel MiFIR - quindi direttamente applicabili - con particolare riferimento alle modalità di comunicazione alla Consob delle deroghe alla trasparenza *pre* e *post trade* (parte VI articoli 66 e ss).

Fermo quanto anticipato in ordine alla separazione delle sedi multilaterali e bilaterali, occorre osservare che gli obblighi di trasparenza continuano ad ap-

---

<sup>30</sup>Cfr. articolo 15 regolamento delegato 587/2017

<sup>31</sup>Relativamente al differimento delle pubblicazioni sono previste ulteriori facoltà in capo all'autorità rispetto a quelle previste per gli strumenti *equity* ed *equity like* (cfr. articolo 11 MiFIR)

<sup>32</sup>Per maggiori dettagli si veda l'articolo 9, paragrafo 3 MiFIR.

<sup>33</sup>Cfr. Commissione nazionale per le società e la borsa.

plicarsi (non solo ai gestori delle *trading venues* ma anche indistintamente) alle imprese di investimento che gestiscono le sedi di esecuzione fin qui analizzate. Al riguardo, il considerando 18 del MiFIR specifica che "*Per garantire che le negoziazioni effettuate al di fuori di una sede di negoziazione (OTC) non pregiudichino una formazione efficiente del prezzo o la parità delle condizioni di trasparenza tra i mezzi di negoziazione, è opportuno che i requisiti di trasparenza pre-negoziazione siano applicati alle imprese di investimento che effettuano negoziazioni per proprio conto di strumenti finanziari OTC nella misura in cui operino in veste di internalizzatori sistematici (...)*", sia con riferimento ai prodotti *equity*, *equity like* e *non equity* quotati.

Così anche le negoziazioni OTC saranno soggette a obblighi stringenti di trasparenza permettendo un corretto svolgimento delle negoziazioni anche se avvengono al di fuori delle *trading venue*.

Relativamente alla trasparenza *pre-trade* per i prodotti *equity* ed *equity like*, il MiFIR conferma i requisiti di trasparenza per gli strumenti *equity* previsti dalla MiFID I, estendendoli anche agli strumenti *equity like*. L'articolo 14 del MiFIR stabilisce che le imprese di investimento sono tenute a rendere pubbliche le quotazioni irrevocabili per gli strumenti *equity* e *equity like* negoziati in una sede di negoziazione per i quali sono internalizzatori sistematici e per i quali esiste un mercato liquido. In assenza di un mercato liquido gli internalizzatori sistematici comunicheranno su richiesta le quotazioni alla clientela. Le quotazioni dovranno essere pubblicate in modo regolare e continuo durante il normale orario di negoziazione e potranno essere aggiornate in ogni momento, con la facoltà di ritirarle in presenza di condizioni eccezionali di mercato<sup>34</sup>. Quando gli internalizzatori sistematici negoziano quantitativi superiori alla dimensione standard di

---

<sup>34</sup>Cfr. articolo 15 MiFIR.

mercato, non sono tenuti agli adempimenti su indicati.

Tali obblighi di trasparenza *pre trade* non si applicano invece alle imprese di investimento che negoziano OTC strumenti quotati su una sede di negoziazione.

Per quanto riguarda la trasparenza *post trade*, l'articolo 20 del MiFIR stabilisce che gli internalizzatori sistematici dovranno rendere pubblici il volume e il prezzo delle operazioni e il momento nel quale sono state concluse. Come per le sedi di negoziazione le informazioni dovranno essere pubblicate in tempo reale ma potranno essere riconosciute specifiche condizioni al ricorrere delle quali è applicabile la pubblicazione differita<sup>35</sup>.

Concludendo sul punto, per quanto riguarda la trasparenza *pre trade* e *post trade* con riferimento agli strumenti *non equity*, valgono sostanzialmente, *mutata mutandis*, le stesse regole dettate per gli *equity* e per gli *equity like*, con alcune differenze relativamente alla trasparenza *pre trade*. L'articolo 18 del MiFIR stabilisce che gli internalizzatori sistematici rendono pubbliche le quotazioni irrevocabili per gli strumenti *non equity*, e per i quali esiste un mercato liquido, se sono soddisfatte le seguenti condizioni: (i) un cliente dell'internalizzatore sistematico sollecita la quotazione; (ii) l'internalizzatore sistematico accetta di pubblicare una quotazione.

In assenza di mercato liquido gli internalizzatori, se accettano di fornire una quotazione, comunicheranno su richiesta le quotazioni alla clientela. E' possibile derogare a tali obblighi alle stesse condizioni previste per le deroghe alla trasparenza pre negoziazione per le sedi di negoziazione<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup>Per maggior dettagli si veda il regolamento delegato 587 del 2017. Cfr. anche SCACCHI, ZAGHINI, cit. pagina 37.

<sup>36</sup>Cfr. MiFIR articoli 18 e 21.

Gli obblighi di trasparenza *post trade* fin qui analizzati si applicano anche alle imprese di investimento che negoziano OTC strumenti quotati su una sede di negoziazione che non hanno raggiunto i criteri quantitativi per essere considerati internalizzatori sistematici (o che non hanno fatto *opt-in*).

Di pari rilevanza, accanto agli obblighi di trasparenza *pre* e *post trade*, vanno considerati gli obblighi di *transaction reporting*. Con tale termine si intende il meccanismo attraverso il quale le imprese di investimento comunicano entro la fine del giorno lavorativo seguente i dettagli delle operazioni riguardanti strumenti finanziari alle autorità competenti. Pertanto, nell'ambito della disciplina sulla trasparenza, anche tali obblighi ricoprono un ruolo molto importante: assieme alla disciplina *pre* e *post trade* hanno l'obiettivo di monitorare il corretto funzionamento del mercato.

Pur avendo lo stesso obiettivo, le due discipline presentano funzioni e caratteristiche differenti: infatti mentre la trasparenza *pre* e *post trade* ha lo scopo di garantire una corretta formazione dei prezzi di mercato e un corretto regime di competitività tra le varie *trading venue*, rendendo pubbliche le informazioni relative ai prezzi di acquisto e di vendita, le informazioni di *transaction reporting* non sono rese pubbliche, ma sono indirizzate esclusivamente all'autorità di vigilanza, allo scopo principale di evitare che si possano creare situazioni di abusi di mercato. L'autorità di vigilanza infatti è tenuta a sorvegliare "*le attività delle imprese di investimento al fine di assicurare che esse operino in modo onesto, equo e professionale e in maniera da rafforzare l'integrità del mercato*"<sup>37</sup>.

La nuova disciplina si trova oltre che agli articoli 25 e ss. del MiFIR anche nel regolamento delegato 590/2017. Gli obiettivi principali che hanno guidato tale innovazione della materia sono rappresentati: (i) dalla volontà di ampliare il

---

<sup>37</sup>Cfr. articolo 24 del MiFIR.

novero degli strumenti finanziari rientranti nell'ambito di applicazione del *transaction reporting*, includendo tutte le fattispecie idonee a generare potenziali abusi di mercato; (ii) chiarire l'ambito di applicazione degli obblighi di *transaction reporting* esplicitando le tipologie di operazioni rilevanti al fine di ridurre al minimo il rischio di interpretazioni difformi e attuazioni differenti nei singoli Stati membri; (iii) creare un meccanismo armonizzato tra tutti gli Stati membri al fine di ridurre le inefficienze e i costi derivanti dalle diverse implementazioni degli obblighi di *transaction reporting*.

I presupposti sopra citati rappresentano perfettamente la base delle principali novità introdotte della nuova disciplina, che riguardano principalmente: (i) un'estensione dell'ambito di applicazione dell'obbligo a *trading venue* diverse dai soli mercati regolamentati, finanche ad operazioni concluse OTC; e (ii) un ampliamento qualitativo e quantitativo delle informazioni relative alle transazioni concluse.

Alla luce di quanto precede, con riferimento specifico all'ambito di applicazione della nuova disciplina, mentre con la MiFID I gli obblighi di *transaction reporting* si applicavano solo agli strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato, l'articolo 26 MiFIR stabilisce che sono oggetto di tali obblighi gli strumenti finanziari che: (a) sono ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione (pertanto non solo gli strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato, ma anche quelli ammessi alla negoziazione in un MTF o OTF); (b) il cui sottostante è uno strumento finanziario negoziato in una sede di negoziazione; e (c) il cui sottostante è un indice o un paniere composto da strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione. Relativamente alle operazioni

affidenti agli strumenti finanziari di cui alla lettera a) e c), l'obbligo si applica indipendentemente dal fatto che tali operazioni siano effettuate in una sede di negoziazione o meno. Inoltre, in termini di attività soggette all'obbligo di *transaction reporting*, rispetto alla MiFID I, oltre all'esecuzione di ordini per conto dei clienti ed alla negoziazione per conto proprio, vengono aggiunte: la gestione dei portafogli, il trasferimento di strumenti tra conti con diversa intestazione e la ricezione e trasmissione di ordini<sup>38</sup>.

Con riferimento all'ampliamento qualitativo e quantitativo delle informazioni relative alle transazioni concluse, la MiFID II evidenzia la rilevanza della completezza e accuratezza delle informazioni fornite all'autorità competente. Fra le maggiori novità si rileva, in primo luogo, l'identificazione del cliente (*legal entity*/persona fisica) per conto del quale è stata conclusa l'operazione. Al riguardo il considerando n. 7 del regolamento delegato 590/2017 chiarisce che l'individuazione del nome completo e della data di nascita dei clienti persone fisiche, nonché l'identificazione dei soggetti giuridici mediante codice LEI ("*Legal Entity Identifier*") sono finalizzati ad agevolare la sorveglianza del mercato, mediante criteri di identificazione del cliente coerenti, unici e solidi. In secondo luogo di grande rilievo anche l'estensione del numero di informazioni riguardanti le persone/algoritmi responsabili delle decisioni di investimento e della successiva fase di esecuzione dell'operazione (Trader ID/Algo ID). Rimangono esentate dagli obblighi di *transaction reporting* invece tutte quelle operazioni ritenute inidonee a generare abusi di mercato (*i.e.* gli ordini trasmessi ad una impresa di investimento per l'esecuzione di tale ordine da parte di società di gestione del risparmio; il custode che decide di trasferire strumenti finanziari da una banca

---

<sup>38</sup>Cfr. articolo 3 del regolamento delegato 590/2017.

depositaria ad un'altra)<sup>39</sup>.

Volendo trarre una prima conclusione può osservarsi che, alla luce dell'analisi svolta in tema di obblighi di trasparenza *pre e post trade* e di *transaction reporting*, si registra l'esigenza di informazioni cristalline che permettano la verifica dell'equilibrio del mercato non solo in senso pubblicistico da parte dell'autorità di vigilanza, ma anche in senso privatistico da parte dei singoli operatori. Il nuovo quadro normativo è idoneo a determinare un rafforzamento del sistema finanziario mediante la realizzazione di un mercato integrato, più stabile e meno pericoloso per l'investitore<sup>40</sup>, in quanto caratterizzato da un maggior grado di trasparenza informativa volta a tutelare, da un lato, gli investitori nella fase di negoziazione e, dall'altro, ad evitare la realizzazione di condotte idonee a determinare abusi di mercato.<sup>41</sup>

4. Non va omissis di considerare, sotto altro profilo, che la crisi finanziaria del 2007-2008 ha colpito, oltre che i singoli investitori privati, anche le piccole e medie imprese, come nota struttura portante del sistema economico italiano<sup>42</sup>. Queste ultime, infatti, si sono trovate in una forte *empasse* economica da attribuirsi principalmente alla contrazione del credito erogato dalle banche nel momento di maggiore tensione di liquidità, con conseguente difficoltà di reperi-

---

<sup>39</sup>Cfr. considerando 32) MiFIR e articolo 2, paragrafo 5, del regolamento delegato 590/2017.

<sup>40</sup>Cfr. BERTI DE MARINIS, cit., pag. 312.

<sup>41</sup>Solo un mercato che non nasconde, infatti, permette agli avventori di selezionare l'operatore maggiormente virtuoso e determinare, per tale via, le condizioni ottimali alle quali il "gioco" della competizione economica può effettivamente produrre risultati positivi per il mercato e per i clienti finali; cfr. BERTI DE MARINIS, "*Regolamentazione del mercato finanziario (...)*", cit.

<sup>42</sup>A seguito della crisi, i dati del 2013 diffusi dalla Commissione europea dicono che in Italia su oltre 4 milioni di imprese attive, il 99% è costituito da micro, piccole e medie imprese e solo lo 0,1% residuo è rappresentato da un'impresa di grandi dimensioni. Cfr. Commissione Europe "2013 *Small Business Act Fact Sheet, Italy*".

re finanza non solo per lo sviluppo futuro della loro attività, ma anche per fronteggiare i costi quotidiani dell'attività di impresa. Tale situazione è figlia di una prassi consolidata nel nostro Paese che, a causa di fattori di natura principalmente culturale, ha sempre visto nel sistema bancario l'unico possibile interlocutore per il finanziamento delle esigenze di investimento e delle necessità derivanti dalla gestione del circolante. L'anomalia, fino a pochi anni fa neppure percepita, si è invece manifestata in tempi recenti in tutta la sua portata, facendo luce sulla fragilità della dipendenza finanziaria dal canale bancario minando la capacità delle piccole e medie imprese di innovare, competere e crescere ai ritmi richiesti da un'economia sempre più globale e selettiva<sup>43</sup>.

Per tale motivo, a seguito della crisi, si è perseguito il fine di aumentare le opportunità di finanziamento e di ridurre la dipendenza dal credito bancario, si è cominciato ad ipotizzare l'accesso da parte delle PMI al mercato di capitali, per favorire la raccolta del risparmio attraverso detto canale a discapito del consueto canale di finanziamento bancario. In sostanza, il legislatore ha tentato di promuovere un'inversione di tendenza volta alla ricerca di strumenti di finanza alternativi al credito tradizionale.

Tali interventi legislativi hanno riguardato sia la componente dell'*equity* che del debito. Con riferimento all'*equity* si è cercato di favorire l'ingresso dei fondi di *private equity*<sup>44</sup> nel capitale azionario delle imprese, mentre con riferimento al debito, tra le recenti evoluzioni normative, un forte impulso è stato

---

<sup>43</sup>Cfr. ARLOTTA, BERTOLETTI, CALVANI, CODA NEGOZIO, FICI, LIBERATORE, PASQUETTI, PESARO, SCIALDONE, SALVATICI, VENTURINI, "La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa", Franco Angeli, Milano, 2014.

<sup>44</sup>L'associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI) definisce l'attività di *private equity* come "attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine". Cfr. IPPOLITO, GERMANI, D'UGO, CAGNONI, "Private equity e private debt per le PMI italiane", gruppo 24 ore, 2017, pag. 9.

dato dal Decreto Sviluppo<sup>45</sup>, Decreto Sviluppo *bis*<sup>46</sup>, Decreto Destinazione Italia<sup>47</sup> ed infine dal Decreto Competitività<sup>48</sup>. In particolare il Decreto Sviluppo ha introdotto la possibilità per le società non quotate di accedere alle seguenti forme di finanziamento alternativo: obbligazioni minibond; cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative. Tra queste forme di finanziamento alternative, un notevole successo è stato riscosso dai minibond. Il Ministro dell'Economia e delle Finanze, Pier Carlo Padoan, in occasione di una dichiarazione rilasciata in data 29 agosto 2014, ha infatti affermato che: "*Negli ultimi due mesi c'è stata l'emissione di oltre 1 miliardo di MiniBond grazie soltanto a una norma introdotta nel Decreto Competitività*".

In particolare, la riforma minibond, ha consentito alle società non quotate di poter emettere titoli di debito anche oltre il limite quantitativo stabilito dall'articolo 2412, primo comma, del codice civile - in base al quale le società non possono emettere obbligazioni per somme complessivamente eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato - se le obbligazioni vengono destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, o se danno il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni<sup>49</sup>. Inoltre ha previsto importanti benefici fiscali sia per l'emittente che per gli investitori. Come emerge dalla relazione illustrativa al Decreto Sviluppo:

---

<sup>45</sup>Cfr. D.L. n. 83 del 2012, convertito in legge n. 134 il 7 agosto 2012.

<sup>46</sup>Cfr. D.L. n. 179 del 2012, convertito in legge n. 221 il 17 dicembre 2012.

<sup>47</sup>Cfr. D.L. n. 145 del 2013, convertito in legge n. 43 il 21 febbraio 2014.

<sup>48</sup>Cfr. D.L. n. 91 del 2014, convertito in legge n. 116 l'11 agosto 2014.

<sup>49</sup>Cfr. articolo 32 comma 26 del Decreto Sviluppo, che ha riformulato il comma 5 dell'articolo 2412 del codice civile, relativo ai limiti all'emissione delle obbligazioni di società azionarie, stabilendo che "*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni*".

"Le disposizioni contenute nell'articolo intendono semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività di impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come per le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando infine le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale. L'obiettivo del provvedimento è allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei".

Infatti, tale tipologia di prestito non rappresenta una prerogativa solo italiana, ma si è sviluppata anche in molti altri Paesi europei mediante l'apertura di nuovi mercati di titoli di debito dedicati alle PMI, quali ad esempio: l'ExtraMot Pro in Italia, il *Mercado Alternativo de Renta Fija* (Marf) in Spagna, l'*Order book for Retail Bonds* (ORB) nel Regno Unito, il Nordic ABM in Norvegia. In Francia i mercati finanziari dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: i segmenti B e C del mercato regolamentato Euronext e il sistema multilaterale di negoziazione Alternext. In Germania, addirittura ogni piazza finanziaria ha il suo listino dedicato ai titoli di debito delle PMI: a Francoforte si chiama Entry Standard, a Düsseldorf c'è il Primärmarkt, ad Amburgo-Hannover il Mittelstandsbörse Deutschland, a Monaco c'è il M:access bond, e per finire, a Stoccarda esiste un mercato regolamentato non ufficiale composto da diversi segmenti, uno dei quali è proprio dedicato ai mini-bond, il Bondm.

Appare evidente, quindi, che l'approccio testè indicato, essendo volto a favorire canali di finanziamento alternativi per le PMI - soprattutto con riferimento al *private debt* - al fine di rafforzare e promuovere la loro crescita e il loro sviluppo, rappresentanti la forza propulsiva della maggior parte delle econo-

mie europee. Da qui, la sua compatibilità con gli intenti posti a fondamento della riforma dei mercati finanziari europei.

5. Alla luce di quanto precede appare possibile sostenere che la regolazione europea in materia di mercati e strumenti finanziari (MiFID II e MIFIR, in particolare) pone le premesse per lo sviluppo di nuovi mercati di crescita per le PMI. Non solo perché la revisione della disciplina ha chiaramente perseguito l'obiettivo di facilitare l'accesso all'offerta di capitale da parte delle piccole e medie imprese, ma anche per le agevolazioni previste per lo sviluppo dei mercati specializzati a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti<sup>50</sup>. Va da sé che le condizioni previste dall'articolo 33 della MiFID II si fondano sul riscontro di requisiti essenziali, sicché il loro *venir meno* determina la cessazione della predetta qualifica (e, quindi, la cancellazione dall'elenco pubblicato sul sito dell'ESMA)<sup>51</sup>.

Non v'è dubbio che il legislatore abbia puntato a stabilire criteri comuni, che siano in linea con gli *standard* europei, in modo da allargare il mercato potenziale ed incentivare la concorrenza tra sistemi multilaterali di negoziazione a livello europeo; ciò, con l'obiettivo di favorire la nascita di nuovi MTF. Minimo comun denominatore dei requisiti richiesti è rappresentato sempre dalla trasparenza informativa: la pubblicazione delle informazioni sugli strumenti negoziati, l'informativa finanziaria periodica e i controlli sugli abusi di mercato permettono agli investitori di effettuare scelte consapevoli in merito all'investimento e al suo mantenimento in portafoglio. Ciò è quanto riportato anche dal considerando 133 MiFID II:

---

<sup>50</sup>Cfr. 132) della MiFID II

<sup>51</sup>Per maggiori dettagli si veda anche il regolamento delegato 565 del 2017, artt. 77-79.

"Occorre che i requisiti applicabili a tale nuova categoria di mercati prevedano sufficiente flessibilità per poter tener conto della gamma di modelli di mercato attualmente esistenti in Europa che hanno avuto particolare successo. Essi devono inoltre raggiungere il corretto equilibrio tra il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti attivi su tali mercati, e la riduzione degli oneri amministrativi non necessari per gli emittenti sugli stessi mercati. (...)".

Grazie a tali requisiti, il mercato di crescita delle PMI favorirà certamente anche lo sviluppo del mercato secondario delle obbligazioni *corporate*.

6. Nella ricerca di strumenti alternativi e complementari al credito bancario e destinati specificatamente alle PMI per la loro crescita e il loro sviluppo, il legislatore sembra voler favorire il processo di "disintermediazione"<sup>52</sup>. Tale processo aveva già cominciato ad affacciarsi negli anni novanta, per poi accelerare considerevolmente dopo il 2007. La paura di dipendere da una sola fonte di finanziamento ha portato i Paesi europei a rimboccarsi le maniche e a diversificare la ricerca di canali di finanziamento, soprattutto in alcuni Paesi, come l'Italia, troppo dipendenti dal credito bancario. Il passaggio del sistema finanziario da un modello banco-centrico a uno "disintermediato", in cui le imprese possano contare su canali di finanziamento alternativi, è un obiettivo ambizioso ma possibile e auspicabile solo su un orizzonte temporale esteso.

Si versa in presenza di una inversione di tendenza che rappresenta uno degli obiettivi della Unione dei Mercati di Capitali, volta a favorire l'armonizzazione comunitaria, l'eliminazione delle barriere transfrontaliere e lo

---

<sup>52</sup>Cfr. ARLOTTA, BERTOLETTI, CALVANI, CODA NEGOZIO, FICI, LIBERATORE, PASQUETTI, PESARO, SCIALDONE, SALVATICI, VENTURINI, *cit.*

sviluppo dell'economia, prevedendo nuovi canali di finanziamento e, quindi, nuove opportunità di crescita per le piccole - medie imprese. Le nuove misure di politica economica elaborate dall'Unione europea possono dare un concreto impulso al rilancio della competitività delle imprese, e più in generale, alla crescita del sistema finanziario e industriale del nostro Paese.

Del resto, cambiare le regole del gioco serve. Anzi, a volte è necessario: ri-bilanciare le fonti di finanziamento verso una maggiore componente "di mercato" è essenziale per ridurre i rischi di dipendenza dal credito bancario le cui conseguenze nefaste sono state del tutto evidenti all'esito dello scoppio della crisi risalente al 2008.

7. Nell'osservare che il panorama economico, bancario e finanziario, risulta essere profondamente mutato nel corso degli ultimi dieci anni, in Europa e nel mondo, va considerato che la crisi ha messo in luce le fragilità delle economie nazionali, facendo emergere tutte le lacune normative che hanno permesso il consolidarsi di prassi di mercato volte ad eludere il sistema.

Ed è proprio in questo quadro che l'ambizioso progetto dell'Unione dei Mercati di Capitali non può essere considerato separatamente dalle esigenze dell'economia reale, bisognosa di una massima armonizzazione delle legislazioni nazionali degli Stati membri e volto a provocare la massima efficienza negli scambi. Questa volta però nell'ambito di un sistema concorrenziale, che implica non un potenziamento indiscriminato dell'autonomia negoziale ma, al contrario, un'organizzazione razionale dei processi economici al fine di creare un equilibrio competitivo che permetta di creare ricchezza senza porre in pericolo i valori propri dell'ordinamento. Insomma, una nuova cultura del mercato volta a ga-

rantire la consapevolezza delle operazioni economiche, restituendo agli investitori un ruolo centrale di attori del mercato e di effettivi giudici dei propri interessi. Ciò passando attraverso la politica dei prezzi e l'affermazione di forme disciplinari che conducono verso un'operatività caratterizzata dalla massima trasparenza<sup>53</sup>. Gli investitori saranno infatti maggiormente tutelati, potendo contare su obblighi di *market transparency* omogenei che coprono tutte le operazioni aventi ad oggetto prodotti (*equity* e *non equity*) ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, MTF, OTF, a prescindere dalla sede di esecuzione dell'ordine prescelta (che sia essa una sede di negoziazione, un internalizzatore sistematico, o semplicemente un'impresa di investimento che negozia OTC).

Sembra, quindi, possibile sostenere che la nuova normativa intensifica una sorta di forza centripeta, volta all'accentramento di ordini e prezzi, visti gli obblighi di *trading* su sedi di negoziazione e internalizzatori sistemaci e il consolidamento della comunicazione dei dati. Sperando però che, a tale forza centripeta, come in passato, non si opponga una forza centrifuga che, per ovviare alle stringenti regole di trasparenza, porti ad un'intensificazione delle negoziazioni OTC di strumenti *non equity*.

Oltre che la MiFID II e il MiFIR, il principio di trasparenza sta influenzando tutte le altre produzioni normative degli ultimi anni. Esempi lampanti sono rappresentati dalla nuova normativa per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (i "PRIIPS"<sup>54</sup>), che tutela il cliente *retail* nell'acquisto di prodotti assicurativi e finanziari a "pacchetto", e dalla direttiva sulla distribuzione assicurativa (la "IDD"<sup>55</sup>) che tutela il cliente nell'ambito della distribuzione

---

<sup>53</sup>Così CAPRIGLIONE, "Dalla trasparenza alla best execution: il difficile percorso verso il giusto prezzo" in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, pagg. 475 e ss.

<sup>54</sup>Cfr. Regolamento (UE) 1286 del 2014

<sup>55</sup>Cfr. Direttiva (UE) 97 del 2016.

dei prodotti assicurativi. Sulla stessa scia anche il Regolamento Benchmark<sup>56</sup> che prevede maggiore trasparenza nell'utilizzo di indici usati come indici di riferimento negli strumenti e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il nuovo Regolamento Prospetto<sup>57</sup>, volta a rendere più chiare e trasparenti le informazioni contenute nei prospetti per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato. Di grande importanza anche il Regolamento sulle cartolarizzazioni<sup>58</sup> che instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici e trasparenti, che si applicherà dal 1 gennaio 2019. Da ultimo *rumors* farebbero pensare che sia già presente nell'agenda europea la predisposizione del terzo pacchetto normativo MiFID III<sup>59</sup>.

In aggiunta, le novità introdotte per le PMI, potrebbero finalmente provocare un'inversione di tendenza, avvicinando maggiormente le imprese ai mercati di capitali e riducendo così il rischio di una totale dipendenza dal credito bancario. Lo scorso aprile, il nuovo Presidente della Consob, Mario Nava, ha infatti evidenziato come: *"La questione centrale è dare agli investitori un'alternativa per finanziarsi rispetto al canale bancario: passare dal bancocentrismo al mercatocentrismo"*<sup>60</sup>. Tutto questo nell'ottica del raggiungimento di un solo obiettivo: l'Unione dei Mercati di Capitali.

Se, in passato, la globalizzazione ha portato ad una forte apertura verso gli altri Stati e le loro diversità, al presente appare possibile osservare che

---

<sup>56</sup>Cfr. Regolamento (UE) 1011 del 2016

<sup>57</sup>Cfr. Regolamento (UE) 1129 del 2017

<sup>58</sup>Cfr. Regolamento (UE) 2017 del 2402

<sup>59</sup>Cfr. <https://www.waterstechnology.com/regulation-compliance/3452396/esma-mifid-iii-not-in-the-works>.

<sup>60</sup>Cfr. <http://citywire.it/news/nava-consob-piazza-affari-non-e-all-altezza-dell-economia-nazionale/a1112003>

l'ampliamento delle nostre conoscenze, sta spingendo verso la necessità di livellare e armonizzare le diversità riscontrabili nel mercato dei capitali. Una tale tendenza potrebbe apparire come una sorta di retrocessione, un "passo indietro", ma in realtà è sintomo di una esigenza di comune stabilità che si può raggiungere attraverso la certezza del diritto; cardine di un sistema in grado di realizzare - attraverso il completamento dell'UE e l'attuazione dell'Unione dei Mercati di Capitali - una piena realizzazione del principio della libera circolazione dei capitali. Vedremo cosa accadrà nel 2019 e negli anni a seguire.

**Fiorenza Marin**

## I NUOVI OPERATORI NEL SETTORE DEI PAGAMENTI \*

*(New schemes for the European payments system according to PSD2)*

**ABSTRACT:** *The payment industry is continuously evolving and represents one of the most significant issues of the economic and financial evolution. During ancient times the main form of payment was the barter, which consisted of a direct trade of goods and services. The financial revolution began with the introduction of the coin, with its value directly related to the material used for the minting, and subsequently with the paper money.*

*Globalization and internationalized markets raised the need for a more efficient, safer and quicker way of trading, both in the industrial sector and the private trades.*

*Thanks to technological innovations, the 21st century gave rise to mobile payments and virtual currency that is an important modernization in the sector that has allowed the financial operators to trade through international platforms.*

*The industrial and financial evolution boosted the need for new regulations to be created: “Directive 2007/64/CE” and “Directive 2015/2366/UE” helped regulating a uniform market within the UE, adding new rules and a shared vision.*

**SOMMARIO:** 1. Dalla PSD alla Direttiva (UE) 2015/2366. - 2. Le *third parties providers*. - 3. Sfide per il sistema bancario.

1. Pare opportuno iniziare questo breve lavoro con la citazione testuale dell'ultima riga del considerando (7) della Direttiva (UE) 2015/2366 nella parte

---

\*Contributo approvato dai revisori.

in cui viene riconosciuto che “(...) I servizi di pagamento sono essenziali per il funzionamento di attività economiche e sociali cruciali”.

La portata di tale affermazione è carica di significato e proietta il lettore ad intravedere scenari in continua evoluzione, in cui le attività del legislatore dovranno trovare compimento nel bilanciamento tra le tutele accordate ai soggetti che utilizzano servizi di pagamento e la garanzia di uno sviluppo “controllato” dei sistemi stessi caratterizzati da un proliferare di nuovi player.

Infatti, le numerose trasformazioni dovute alle sempre maggiori applicazioni tecnologiche legate al mercato hanno portato il legislatore europeo ad innovare la disciplina dei sistemi di pagamento.

Un primo passo in questa direzione è rappresentato dalla direttiva 2007/64/ CE (di seguito “PSD”), la quale definisce un quadro giuridico comunitario.

In particolare, dopo l’entrata in vigore della moneta unica ed il lancio degli strumenti di pagamento – Single Euro Payments Area (di seguito “Sepa”) – la PSD rappresentava un passo in avanti fondamentale nella volontà di costruire il mercato unico.

La Direttiva PSD si colloca, infatti, nel quadro della creazione dell’Area Unica dei Pagamenti in Euro, con l’intento di disciplinare la materia attraverso procedure operative e prassi di mercato uniformi, sviluppando dunque servizi di pagamento comuni a tutti i Paesi dell’Unione.

Tuttavia, dal riesame del quadro giuridico dell’Unione sui servizi di pagamento nonché dalla consultazione del Libro verde della Commissione dell’11 gennaio 2012 – “Verso un mercato europeo integrato dei pagamenti tramite carta, internet e dispositivo mobile” – ci si è accorti che rimanevano frammenta-

ti numerosi settori della filiera.<sup>1</sup>

In particolare, nonostante i passi avanti compiuti con l'applicazione della PSD, la materia risultava ancora caratterizzata da importanti vuoti normativi e da poca armonizzazione tra i vari Paesi<sup>2</sup>.

Sulla base di tali presupposti, il 23 dicembre 2015, è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea la Direttiva 2015/2366 sui servizi di pagamento (di seguito "PSD2"), che abroga la vecchia PSD.

La PSD2 rappresenta la risposta normativa alle crescenti necessità riscontrate e si pone l'ardito obiettivo di aumentare la competizione tra i soggetti operanti nel settore dei pagamenti e al contempo incrementare la sicurezza delle transazioni.

In sede nazionale, l'esigenza di procedere al recepimento delle innovazioni contenute nella normativa europea ha trovato compimento nell'adozione del decreto legislativo 15 dicembre 2017, n. 218 (di seguito "decreto di recepimento").

Il decreto di recepimento, impattando in maniera considerevole sulla previgente normativa nazionale, rinnova alcune previsioni contenute nel decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 - Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (di seguito "TUB"), nonché intere parti del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, di attuazione della PSD.

---

<sup>1</sup>Tale aspetto viene ben evidenziato nella Direttiva (UE) 2015/2366 al considerando (4)

<sup>2</sup>Si consideri che alcune previsioni contenute nella PSD non sono state recepite nello stesso modo dai Paesi membri, con uno scarso risultato in tema di certezza giuridica, e di protezione dei consumatori.

2. Al fine di promuovere uno sviluppo efficiente, sicuro e competitivo dei servizi di pagamento il legislatore ha esteso la riserva prevista per la prestazione di servizi di pagamento ai c.d. *third parties providers* (di seguito “TPP”).

Tali operatori, pur non rientrando nella sfera di applicazione della PSD, godevano di grande autonomia svolgendo un ruolo di primaria importanza nella gestione dei servizi di pagamento.

Ciò aveva sollevato una serie di questioni giuridiche relative alla sicurezza nonché alla gestione dei dati personali degli utenti tanto da indurre il legislatore europeo a ricomprendere i servizi offerti dai TPP nell’ambito di applicazione della PSD2<sup>3</sup>.

Detti soggetti, entrando nel perimetro regolamentare applicabile agli altri prestatori di servizi di pagamento, dovranno ottenere una preventiva autorizzazione da parte della Banca d’Italia all’esercizio delle attività, nonché dimostrare di possedere i requisiti necessari per assolvere una sana e prudente gestione.

In particolare, tutti i fornitori di servizi di pagamento, tra cui banche, istituti di pagamento e TPP dovranno dimostrare di garantire una sana e prudente gestione nonché solide misure di sicurezza nella prestazione dei servizi offerti.

Inoltre, su base annuale, dovranno effettuare una auto-valutazione dei rischi operativi e di security nonché le misure messe in campo per la gestione di tali rischi.

A ben vedere, provando ad inquadrare i TPP in categorie già note, essi possono essere ravvisati alla stregua di operatori autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento (come ad esempio gli Istituti di pagamento) che si caratterizzano per la peculiarità dei servizi prestati ad alto contenuto tecnologico, non-

---

<sup>3</sup>Ciò comporterà che tali soggetti saranno sottoposti alla vigilanza della competente autorità e che dovranno rispettare i requisiti previsti dalla Nuova Direttiva

ché per l'impossibilità di intermediare ed appropriarsi dei fondi dell'utilizzatore.

Oltre gli aspetti regolamentari, su cui il legislatore ha opportunamente posto l'accento, rimane di non facile risoluzione la tematica relativa agli impatti che detti soggetti avranno nelle architetture operative già in uso tra gli operatori.

Un tale ampliamento del perimetro regolamentare potrebbe rappresentare un volano necessario ad incrementare la qualità dei servizi offerti, nonché limitare il proliferare di nuovi prestatori di servizi non regolamentati.

Secondo uno studio di KPMG<sup>4</sup> aprire il mercato alle TPP comporterà una nuova definizione di linee di attività, di nuovi modelli operativi e di nuove offerte per i clienti. Le conseguenze immediate di tale impostazione non colpiranno soltanto le banche, quali principali player di settore, ma anche le *fintech* (di cui si parlerà in seguito) che decideranno di trasformarsi in TPP ai quali la nuova normativa consentirà, in diverse forme e secondo diverse metodologie, di accedere ai conti del cliente gestiti presso i diversi intermediari.

Di seguito si riportano in dettaglio le peculiarità dei principali servizi offerti dai TPP disciplinati dalla PSD2:

a. *Payment initiation service provider* (PISP)

I PISP svolgono il ruolo di intermediazione tra il pagatore ed il suo conto di pagamento dando impulso all'erogazione della prestazione a favore del beneficiario.

In pratica permettono di effettuare i pagamenti dal proprio conto ad un venditore attraverso l'utilizzo di un software di collegamento (ponte) tra i due

---

<sup>4</sup>KPMGDigitalBanking2017

account.

Sul punto, l'art. 4, numero 15, della PSD2, precisa che si tratta di un servizio "(...) che dispone l'ordine di pagamento su richiesta dell'utente di servizi di pagamento relativamente a un conto di pagamento detenuto presso un altro prestatore di servizi di pagamento (...)".

L'operatività di detti soggetti, inseriti nel corpo dell'ordinamento nazionale all'art. 1, comma 2, lettera h -septies .1), n. 7, del TUB, viene ben definita all'art. 5 - ter del novellato decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11.

In particolare, al pagatore viene riconosciuto il diritto di avvalersi di un prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento.

Occorre precisare che detto diritto è esercitabile anche in assenza di un rapporto contrattuale tra il prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento e il prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto.

Il tenore di tale impostazione affonda sul convincimento di porre l'utente al "centro" delle attenzioni del legislatore, garantendo la possibilità di usufruire di un servizio anche in assenza di un vincolo contrattuale (dunque della volontà di cooperazione) tra i soggetti operanti nel settore.<sup>5</sup>

Vengono, inoltre, previste talune limitazioni all'operatività concessa ai PISP collegate all'impossibilità di detenere i fondi del pagatore in relazione all'operazione di pagamento posta in essere.

A ciò si aggiunga che detti soggetti devono dotarsi di particolari presidi in relazione alle credenziali di sicurezza personalizzate del pagatore, in modo che

---

<sup>5</sup>Invero, l'esercizio di detto diritto da parte dell'utente trova giusta limitazione nell'art. 6 bis del novellato decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11., in cui viene previsto che i prestatori di servizio di pagamento di radicamento del conto, possono negare l'accesso ad un prestatore di servizi di informazione sui conti o a un prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento, per giustificate e comprovate ragioni connesse all'accesso fraudolento o non autorizzato al conto di pagamento da parte di tali soggetti.

esse non siano accessibili ad altri fuorché al pagatore stesso e all'emittente delle credenziali di sicurezza personalizzate e che esse siano trasmesse attraverso canali sicuri ed efficienti.

In relazione alla gestione dei dati personali, viene limitata la possibilità ai PISP di chiedere al pagatore dati diversi da quelli necessari per la prestazione nonché di conservare dati sensibili del pagatore o accedervi per finalità diverse da quelle relative al servizio offerto.

Al contempo, con la finalità di garantire l'esercizio del diritto del pagatore di avvalersi del servizio di disposizione di ordine di pagamento, vengono previste specifiche modalità operative e di comunicazione tra i PISP ed il prestatore di servizio di radicamento del conto.

In particolare, a quest'ultimo è fatto obbligo di comunicare in maniera sicura con i PISP<sup>6</sup> fornendo, non appena ricevuto l'ordine di pagamento, tutte le informazioni relative l'ordine di pagamento e sulla relativa esecuzione.

I prestatori di servizi di pagamento di radicamento del conto dovranno assolvere dette attività nel rispetto della parità di trattamento delle richieste pervenute, ponendo nello stesso piano gli ordini trasmessi mediante un prestatore di servizi di disposizione di ordine di pagamento rispetto a quelli trasmessi direttamente dal pagatore.

Il risultato offerto al pagatore, dunque, è quello di garantire la disposizione di pagamento mediante l'addebito diretto sul proprio conto – come se fosse un *wallet* digitale - senza l'utilizzo di ulteriori strumenti di pagamento (carte di credito o di debito).

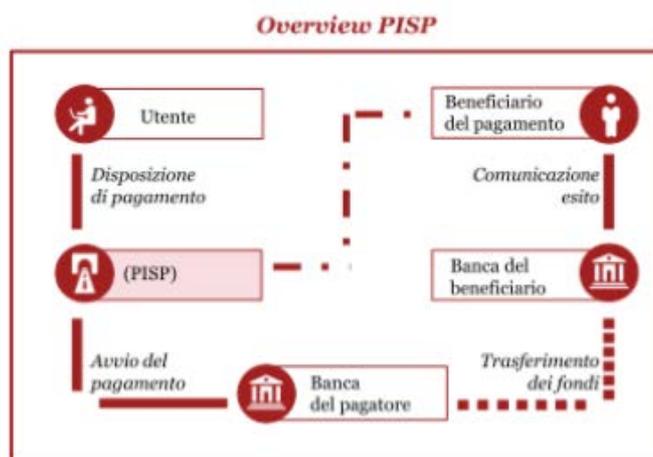
Tale strumento viene anche utilizzato per consentire agli utenti di inviare

---

<sup>6</sup>Conformemente all'articolo 98, paragrafo 1, lett. d), della direttiva (UE) 2015/2366 e alle relative norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione europea;

ed accumulare denaro su un conto, fino ad al raggiungimento di un determinato obiettivo (come nel caso della raccolta fondi).

Di seguito uno schema riassuntivo dell'operatività dei PISP<sup>7</sup>



*b. Account information service provider (AISP)*

Gli AISP sono dei soggetti che consentono di velocizzare le transazioni attraverso la messa a disposizione di particolari informazioni riguardanti i conti di pagamento del pagatore.

L'utente di servizi di pagamento può, dunque, disporre immediatamente di un quadro generale della sua situazione finanziaria in un dato momento<sup>8</sup>.

Tale servizio viene ben inquadrato all'art. 4, numero 16, della PSD2 a mente del quale esso rappresenta "(...) un servizio online che fornisce informazioni consolidate relativamente a uno o più conti di pagamento detenuti dall'utente di servizi di pagamento presso un altro prestatore di servizi di pagamento o presso più prestatori di servizi di pagamento (...)".

---

<sup>7</sup>Fonte PwC, Pillola Psd2 n. 3, 2016

<sup>8</sup>Tale aspetto viene ben inquadrato nel "Considerando" (28) della PSD2

Detti soggetti trovano giusto collocamento nel corpo del TUB all'articolo 1, comma 2, lettera h -septies .1), n. 8, nonché all' art. art. 5 - quater, rubricato "Disposizioni per l'accesso alle informazioni sui conti di pagamento e all'utilizzo delle stesse in caso di servizi di informazioni sui conti" del novellato decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11.

In particolare, viene riconosciuto al cliente il diritto di avvalersi di un prestatore di servizi di informazione sui conti purché il conto di pagamento sia accessibile on-line.

Anche in questo caso, come accadeva per i PISP sopra richiamati, la prestazione di tale servizio non è subordinata all'esistenza di un rapporto contrattuale tra l'AISP ed il prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto, ma al solo consenso esplicito dell'utente.

Data la rilevanza accordata alla tematica dei dati e delle informazioni è richiesto al prestatore di servizi di informazione sui conti di (i) provvedere affinché le credenziali di sicurezza personalizzate dell'utente non siano accessibili ad altri fuorché all'utente stesso e all'emittente delle credenziali di sicurezza personalizzate e che esse siano trasmesse attraverso canali sicuri ed efficienti; (ii) identificarsi presso il prestatore o i prestatori di servizi di pagamento di radicamento del conto<sup>9</sup>;

In tema di dati ed informazioni, agli AISP viene concesso di accedere soltanto alle informazioni sui conti di pagamento designati e sulle operazioni di pagamento effettuate a valere su tali conti, non richiedendo dati sensibili relativi ai pagamenti. Inoltre, i dati ricevuti non potranno essere utilizzati né conservati

---

<sup>9</sup>Comunicando con questi e con l'utente in maniera sicura, conformemente all'articolo 98, paragrafo 1, lett. d) della direttiva (UE) 2015/2366 e alle relative norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione europea;

per fini diversi dalla prestazione del servizio di informazione sui conti.

Da ultimo, si rappresenta che permangono in capo ai prestatori dei servizi di pagamento di radicamento del conto, obblighi di sicurezza nelle comunicazioni con gli AISP nonché di garanzia del rispetto della parità di trattamento delle richieste pervenute.

A ben vedere l'utilizzo dei dati dei clienti rappresenta uno dei punti centrali delle previsioni contenute nella PSD2.

In particolare, come già evidenziato, se il cliente acconsente in modo esplicito all'utilizzo dei suoi dati, i prestatori dei servizi di pagamento di radicamento del conto dovranno concedere l'accesso alle informazioni memorizzate nei conti dei loro utenti.

Tale aspetto non è di poco poiché implicherà per gli operatori interessati la realizzazione di un processo finalizzato alla raccolta dell'autorizzazione da parte dei correntisti, nonché l'automazione nella gestione degli accessi autorizzati.

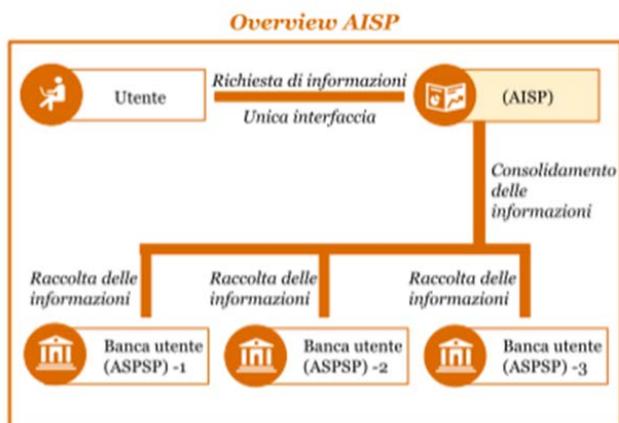
Sul fronte tecnico, questa novità facilita l'accesso ai conti da parte di provider esterni, per la raccolta di informazioni o per l'elaborazione di un pagamento: si tenta, in tal modo, di scardinare il "monopolio" della gestione delle informazioni che i player del settore hanno ottenuto nel tempo.

Questo comporterà una sostanziale presa di coscienza di come stia cambiando uno dei paradigmi più consolidati del sistema bancario che ha sempre cercato di mantenere il contatto diretto con la propria clientela presidiando la condivisione delle informazioni con operatori esterni.

Sembra evidente che tale impostazione sia la prova del tentativo di porre l'utilizzatore dei servizi di pagamento al centro dei propositi del legislatore, anche a discapito di player – bancari e non bancari - che già operano nel settore.

Per tal via, si auspica una “condivisione globalizzata” dei dati del cliente in tema di pagamenti che potrebbe comportare scompensi operativi, nonché numerosi rischi in tema di privacy per gli utilizzatori finali.

Di seguito uno schema riassuntivo dell’operatività degli AISP<sup>10</sup>



### c. Strong Customer Authentication

Tramite la definizione di nuove responsabilità sono state, inoltre, rafforzate le tutele in tema di protezione dei dati attraverso procedure di autenticazione dei fruitori dei servizi.

La sicurezza informatica rappresenta, infatti, un elemento di criticità per tutto il contesto finanziario, poiché le banche rimangono l’obiettivo preferito delle nuove organizzazioni cyber criminali.

Come riportato nel Rapporto Clusit 2016, nel primo semestre del 2016 il settore bancario è quello con la maggiore crescita percentuale di attacchi gravi con finalità cyber criminali andati a buon fine, registrando in termini numerici il

<sup>10</sup>Fonte PwC, Pillola Psd2 n. 3, 2016

massimo dal 2011.<sup>11</sup>

La PSD2 sembra aver dedicato non poca attenzione alla fattispecie delegando, in esecuzione dell'art. 98, all'EBA il compito di emanare dei Regulatory Technical Standards (RTS) al fine di rendere più omogenea, anche in campo comunitario, la disciplina applicabile e la sicurezza delle transazioni.

L'Autorità europea ha definito il lavoro svolto come “the result of difficult trade-offs between the various, at times competing, objectives of the PSD2, such as enhancing security, facilitating customer convenience, ensuring technology and business-model neutrality, contributing to the integration of the European payment markets.”<sup>12</sup>

In linea con quanto previsto dal regolatore europeo, il decreto di recepimento inserisce nel corpo del novellato decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, l'art- 10 bis.

In particolare, l'autenticazione forte del cliente da parte dei prestatori dei servizi di pagamento si rende necessaria ogniqualvolta l'utente tenti di accedere al proprio conto di pagamento on-line, disponga un'operazione di pagamento elettronico ovvero effettui qualsiasi azione, tramite un canale a distanza, tale da comportare e un rischio di frode nei pagamenti o altri abusi.

Al fine di rendere più veloce ed efficiente la procedura di autenticazione forte, viene opportunamente prevista la possibilità per i PISP e gli AISP di utilizzare le procedure di autenticazione fornite dai prestatori di servizi di pagamento di radicamento del conto all'utente.

Le attività relative all' “autenticazione forte” dell'utente dovranno declinarsi attraverso l'accertamento di strumenti di identificazione: sono stati indivi-

---

<sup>11</sup>KPMGDigitalBanking2017

<sup>12</sup>EBA “Paves the way for open and secure electronic payments for consumers under the PSD2”, 23 February 2017

duati diversi livelli di sicurezza applicabili in fase accesso e disposizione di pagamenti.

In particolare, si prevede l'utilizzo di elementi di conoscenza (PIN), di elementi caratterizzati da possesso (come ad esempio il Token), nonché l'utilizzo di strumenti sull'inerenza, come nel caso delle impronte digitali.

Detti elementi si caratterizzano per essere indipendenti tra loro e tali da garantire la riservatezza dei dati necessari per l'autenticazione.

#### *d. Nuovo "Fund Checking"*

La Nuova Direttiva, in aggiunta alle novità sopra richiamate, pone l'accento anche sul servizio di controllo della disponibilità dei fondi.

Tale servizio offre la possibilità di avere la conferma immediata della disponibilità dei fondi dal quale attingerà il beneficiario a seguito dell'operazione di pagamento disposta dal cliente attraverso canali digitali.

In particolare, come disciplinato dall'art. 5 bis del novellato decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, "su richiesta del prestatore di servizi di pagamento emittente strumenti di pagamento basati su carta, il prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto conferma senza indugio se sul conto del pagatore vi è la disponibilità dell'importo richiesto per l'esecuzione dell'operazione di pagamento (...)".

Occorre, tuttavia, considerare che il legislatore ha posto alcuni limiti all'utilizzo del servizio in esame.

In primo luogo, i conti oggetto di informazioni devono essere accessibili on-line al momento della richiesta, inoltre occorre che il pagatore abbia prestato, in un momento precedente alla prima richiesta di conferma, il consenso

esplicito al prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto a rispondere a richieste di conferma da parte di uno specifico prestatore di servizi di pagamento in merito alla disponibilità sul conto di pagamento del pagatore dell'importo corrispondente a una determinata operazione di pagamento basata su carta.

Ciò posto, il prestatore di servizi di pagamento può chiedere la conferma della disponibilità dei fondi solo qualora siano assolte le seguenti previsioni: (i) il pagatore abbia prestato il consenso esplicito, (ii) abbia disposto l'operazione di pagamento utilizzando uno strumento di pagamento basato su carta emesso dal prestatore di servizi di pagamento prima di ciascuna richiesta di conferma ed, infine, (iii) il prestatore di servizi di pagamento abbia provveduto ad autenticarsi presso il prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto comunicando in maniera sicura.

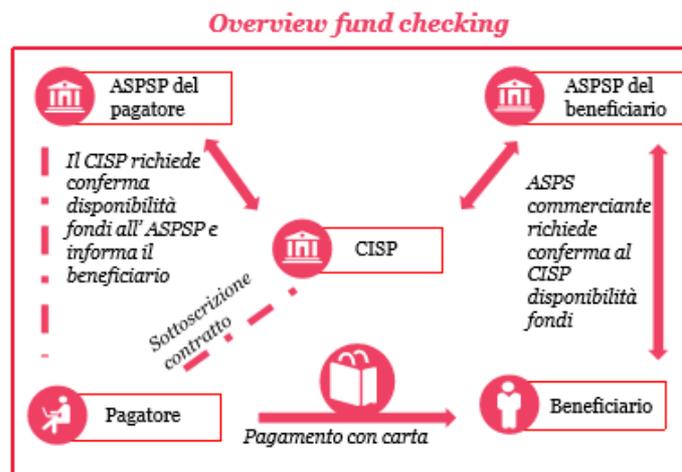
Per ragioni legate alla privacy ed alla sicurezza dei dati del pagatore, le informazioni fornite da detti operatori saranno limitate alla sola conferma ovvero al diniego circa la consistenza della provvista, senza andare ad operare alcuna valutazione in relazione all'effettiva disponibilità economica presente nel conto del soggetto pagatore.

Tale servizio ha un duplice scopo: da un lato, minimizzare i rischi operativi in relazione alla reale disponibilità dei fondi necessari, dall'altro lato, garantire efficienza e stabilità nella filiera dei pagamenti on line.

Di seguito si riporta uno schema riassuntivo:<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup>Fonte PwC, Pillola Psd2 n. 3, 2016



3. La regolamentazione di nuovi schemi di pagamento può rappresentare un'opportunità per gli operatori capaci di ampliare il proprio bacino di utenza ed il ventaglio dei prodotti prestati in tema di pagamenti digitali, ma anche il rischio di perdere il "contatto" diretto con la propria clientela.

Nel mercato dei pagamenti le informazioni sono di grande interesse per gli aggregatori che tendono a segmentare e profilare la clientela in base ai flussi di spesa.

Ad oggi gli operatori bancari utilizzano "canali" operativi che arrivano fino all' utilizzatore dei sistemi di pagamento senza passare per intermediari.

Con l'introduzione di terzi soggetti, di cui gli utenti possono usufruire per predisporre e gestire pagamenti, si palesa una minaccia per gli operatori bancari che dovranno attrezzarsi per poter mantenere la loro posizione di mercato.

Prevedere come cercheranno di rispondere alle sfide prospettate non è esercizio semplice, poiché le scelte prospettabili sono molteplici e variano a seconda della struttura e dalla complessità dei servizi offerti.

Se da un lato risulta di facile intuizione l'identificazione di rischi operativi

ed economici per gli intermediari, dall'altro, non pare altrettanto valorizzata la possibilità di cogliere opportunità di crescita che la PSD2 prospetta.

In particolare, un approccio proattivo potrebbe portare gli operatori bancari a ricoprire il ruolo di "agenti" verso le altre banche, in modo da posizionarsi come intermediario nel mercato, tramite piattaforme proprietarie, innovando il modello di business alle esigenze ed alle nuove richieste degli utenti.

Non a caso alcuni intermediari si stanno dotando di servizi di *instant payments* o P2P con l'obiettivo di rispondere alla minaccia rappresentata dai grandi colossi del settore tecnologico già preparati per entrare nel business dei pagamenti.

Occorre, peraltro, considerare che anche le GAFA (Google, Amazon, Facebook, Apple) già sviluppano autonome piattaforme di intermediazione tali da rappresentare un'autentica minaccia per il posizionamento degli operatori convenzionali.

Al fine di non perdere quote di mercato, i soggetti operanti nel settore dei pagamenti dovranno definire il posizionamento che vorranno raggiungere all'interno delle architetture dei servizi abilitati.

Secondo studi condotti dalle principali società di consulenza strategica del settore di pagamenti<sup>14</sup>, gli intermediari dovranno avere chiari i seguenti obiettivi nel medio e lungo termine: (i) l'ammontare degli investimenti da stanziare, (ii) i target di clientela da raggiungere, (iii) la composizione attesa del modello di *revenue* ed, in particolare, il contributo legato al business dei pagamenti che in questo scenario può diventare strategico per l'engagement della clientela.

Per tali motivi, molti operatori bancari dovranno compiere una scelta

---

<sup>14</sup>Tali obiettivi sono stati anche evidenziati dalla PwC in "Pillola" PSD2 n °5"

fondamentale: “allearsi” con le nuove *fintech* di settore in modo da utilizzare le loro competenze, a fronte della sicura condivisione di informazioni, ovvero cercare di attivare processi interni mirati al mantenimento esclusivo della

In particolare, ciascun operatore coinvolto dalle trasformazioni che caratterizzano lo scenario di riferimento dovrà capire le effettive possibilità di cogliere e mantenere un buon posizionamento in relazione alle proprie dimensioni ed alla propensione al rischio, perseverando una sana e prudente gestione.

Agli operatori bancari verrà richiesto di offrire servizi innovativi ad elevato contenuto tecnologico, ottimizzare i processi interni, aumentare la sicurezza e la tempestività delle operazioni.

Detti obiettivi comporteranno la necessità di inquadrare e scegliere le giuste strategie ponendo particolare attenzione agli impatti operativi e strutturali che da tali cambiamenti derivano.

Ciò posto, non sembra possibile cristallizzare gli interventi che i vari operatori applicheranno, in quanto questi saranno di volta in volta apprezzabili in relazione alle dimensioni ed alla strategia adottata dall’intermediario.

Tuttavia, con riferimento alle banche che intendono competere per mantenere il rapporto diretto con la propria clientela, il primo intervento dovrà interessare le funzioni *Compliance* in modo da garantire processi, procedure nonché relativa contrattualistica di riferimento.

Il secondo intervento sarà quello di raggiungere un’offerta più ampia e digitale che permetta di estendere il proprio *target* di clientela attraverso ingentissimi mutamenti tecnologici.

Diverso sarà il caso delle banche di minori dimensioni: ad esse non conviene porre in essere dei costosi processi interni volti a raggiungere un effettivo

posizionamento nel mercato dei pagamenti, quanto, piuttosto, indirizzare ulteriori investimenti di carattere commerciale stabilendo delle partnership con i competitor emergenti.

Tale impostazione garantirebbe un duplice obiettivo: da un lato, far leva sulle loro capacità e il loro knowledge tecnico per esse troppo dispendioso in termini di risorse economiche ed umane da raggiungere, dall'altro, favorire lo sviluppo di nuovi servizi a valore aggiunto e servizi di aggregazione.

In conclusione, seppur limitate alla valutazione di scenari in continuo sviluppo, queste previsioni devono essere integrate con alcune considerazioni finali relative alla speranza di cogliere, anche nella PSD2, uno sviluppo "qualitativo" della tematica dei pagamenti.

Occorre sempre tener a mente che le continue innovazioni tecnologiche che caratterizzano i nostri tempi non possono essere finalizzate solo ad una effimera ricerca di innovazione, ma devono volgere lo sguardo ad uno sviluppo globale e solidale che ponga i principi di una finanza etica al centro del sistema.

**Francesco Monacchi**

## LA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA DELLA RISOLUZIONE DEL GRUPPO *CROSS-BORDER* \*

*(The European regulation of the resolution of the cross-border group)*

*The Single Point of Entry versus Multiple  
Point of Entry resolution strategy  
distinction may be the most important  
innovation in banking policy in decades  
(Paul Tucker)*

**ABSTRACT:** *This paper analyzes the rules introduced in the European Union to "resolve" the problem surrounding the crises of cross-border groups. The paper, after briefly considering the main supervisory tools contained in Directive 2014/59/EU (BRRD), in Regulation (EU) 806/2014 (SRMR) and in Delegated Regulation (EU) 2016/1075, examines the new "resolution strategies" (i.e. the Single Point of Entry and the Multiple Point of Entry), which are an important innovation in the global crisis resolution of financial institutions.*

*The final part of the paper considers the connection of the resolution of the financial institutions with the loss absorption capacity requirements (MREL and TLAC).*

**SOMMARIO:** 1. Profili generali – 2. L'esercizio delle funzioni di gestione della crisi: la competenza dei poteri di risoluzione. – 2.1 *Segue:* la fase preparatoria della risoluzione dei gruppi. – 2.2. *Segue:* la risoluzione della crisi di gruppo. – 3. La "strategia di risoluzione". – 4. La connessione con la "capacità di assorbimento delle perdite".

---

\*Contributo approvato dai revisori.

1. L'Unione bancaria europea è certamente la risposta più rilevante<sup>1</sup> data dall'Unione europea alla crisi finanziaria del 2007 (o Great Financial Crisis – GFC) e, allo stesso tempo, il passo più importante<sup>2</sup> compiuto verso «*un'unione più perfetta*»<sup>3</sup> dall'introduzione della moneta unica. L'internazionalizzazione delle attività finanziarie ed il superamento della “dimensione domestica” dei fenomeni intermediativi ha – ormai da tempo – imposto alla dottrina giuridica ed economica (ma anche ai *regulator*) di spostare l'analisi di tale fenomeni ad un livello sovranazionale<sup>4</sup>.

Il processo di «*ri-regolamentazione*»<sup>5</sup> successivo alla crisi finanziaria ha pertanto fatto maturare la convinzione tra i *regulator* che il dissesto di un gruppo a rilevanza sistemica (ossia c.d. *too systemic to fail*) non costituisce un problema soltanto in una singola nazione ma molto probabilmente potrebbe comportare *esternalità* negative in altri Stati che possono minare la stabilità finanziaria (anche) mondiale. Ciò, infatti, è spiegabile attraverso l'ormai nota teoria del c.d. “trilemma finanziario”<sup>6</sup> la quale dimostra che non è possibile conseguire

---

<sup>1</sup>Cfr. VÈRON, *European Banking Union: current outlook and short-term choices*, PIIE Testimony, presentato al Parlamento portoghese, Lisbona, 26 febbraio 2014, disponibile: [www.iie.com/publications/testimony/veron20140226.pdf](http://www.iie.com/publications/testimony/veron20140226.pdf).

<sup>2</sup>Cfr. LASTRA, *International Financial and Monetary Law*, 2° ed., Oxford, Oxford University Press, 2015, pag. 355.

<sup>3</sup>Cfr. DRAGHI, *Europe's pursuit of a more perfect Union*, discorso tenuto alla Harvard Kennedy School, Cambridge (USA), 9 ottobre 2013, disponibile: [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009_1.en.html); cfr. CAPRIGLIONE, *European Banking Union: A Challenge for a More United Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013, I, *passim*, disponibile: <https://ssrn.com/abstract=2319297>.

<sup>4</sup>Cfr. TROIANO, *I conglomerati finanziari*, CEDAM, Padova, 2009, p. 3; cfr., inoltre, CAPRIGLIONE, *Evoluzione della normativa di settore*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE, CEDAM, Padova, 2005, I, pp. 90 ss.

<sup>5</sup>L'espressione è di GARDELLA, *La risoluzione dei gruppi finanziari cross-border nell'Unione europea*, in D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione Bancaria*, in *Quaderno di ricerca giuridica della Banca d'Italia n. 81*, settembre 2016, p. 156.

<sup>6</sup>Cfr. SCHOENMAKER, *Governance of International Banking – The Financial Trilemma*, Oxford University Press, New York, 2011, *passim*.

allo stesso tempo tutti e tre gli obiettivi: (i) della stabilità finanziaria; (ii) dell'integrazione finanziaria e (iii) delle politiche nazionali di vigilanza, poiché queste ultime sono «connotate da "miopia" rispetto alle "esternalità" che le pratiche di supervisione nazionale generano all'estero»<sup>7</sup>.

In considerazione del quadro dianzi delineato, si è formato un consenso tra i *regulator* sulla necessità di stabilire delle regole omogenee a livello internazionale, concernenti la gestione (e la prevenzione) della crisi dei gruppi *cross-border*<sup>8</sup>, orientate teleologicamente al principio del c.d. "*burden sharing*"<sup>9</sup>.

La sede di tali lavori - a livello di G20 - è stata individuata nel Financial Stability Board (FSB) che nei *Key Attributes for Effective Resolution Regimes of International Financial Institutions*<sup>10</sup>, oltre a regolamentare la parte sostanziale (*i.e.* le diverse fasi della crisi, i rispettivi ruoli delle Autorità, ecc.) individua meccanismi tesi a gestire i rapporti *cross-border* tra i soggetti vigilati<sup>11</sup>.

Per sua competenza, il legislatore eurounionale ha ritenuto di integrare

---

<sup>7</sup>Così LAMANDINI, *La vigilanza sul mercato finanziario. Qualche spunto di riflessione*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2015, p. 136.

<sup>8</sup>Cfr. ANTONUCCI, *Diritto delle Banche*, 5 ed., 2012, Giuffrè, Milano, p. 394.

<sup>9</sup>Cfr., fra tutti, GOODHART - SCHOENMAKER, *Burden sharing in a banking crisis in Europe*, LSE Financial Market Group, Special Paper Series n. 164, 2006.

<sup>10</sup>Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, disponibile: [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_141015.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf); cfr., inoltre, LAMBRECHT - TSE, *Liquidation, Bailout, and Bail-In: Insolvency Resolution Mechanisms and Managerial Risk-Taking*, University of Cambridge, Cambridge Endowment for Research in Finance (CERF), 2018, disponibile: <https://ssrn.com/abstract=3123170>, secondo cui «*following the crisis, regulators on both sides of the Atlantic devised new regulatory frameworks that attempt to minimize the use of public money to recapitalize failing banks*».

<sup>11</sup>Cfr., GARDELLA, *La risoluzione dei gruppi finanziari cross-border nell'Unione europea*, in D'AMBROSIO (a cura di), *Scritti sull'Unione Bancaria*, in *Quaderno di ricerca giuridica della Banca d'Italia n. 81*, settembre 2016, pp. 155 e ss; cfr., inoltre, VARDI, *Banking Union and European Perspectives on Resolution in Le traitement des difficultés des établissements bancaires et institutions financières. Approche croisée*, Collection Actualités de droit de l'Entreprise, LexisNexis, 2017, pp. 21 ss.

l'ordinamento finanziario europeo stabilendo un quadro giuridico sul risanamento e la risoluzione degli intermediari finanziari con la Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. BRRD). La necessaria cooperazione tra le diverse Autorità di interessate dalla crisi di un ente sistemico è, invece, stata regolata dal Regolamento (UE) n. 806/2014 (c.d. SRMR), istitutivo del c.d. Single Resolution Mechanism (c.d. SRM)<sup>12</sup>.

La succitata normativa si è posta l'obiettivo di fornire alle Autorità di settore poteri e strumenti efficaci al fine di affrontare situazioni di *"failing or likely to fail"* di enti creditizi ed altri enti, stabilendo un *framework* di cooperazione europea tra le Autorità nazionali ed il Single Resolution Board al fine di garantire un'efficace azione di risoluzione *cross-border*<sup>13</sup>.

Ai fini che qui rilevano, occorre precisare che il "gruppo transfrontaliero" è definito ai sensi dell'art. 2 della BRRD come il «*gruppo le cui entità sono stabilite in più di uno Stato membro*». Sul punto, occorre osservare che la scelta del legislatore europeo di utilizzare la generica locuzione *"group entities"* non appare essere di ausilio all'interprete nell'individuazione delle entità nei cui confronti è possibile procedere con un'azione di risoluzione. Giova rammentare, infatti, che mentre per i piani di risanamento di gruppo (v. *infra*) l'European Banking Authority (EBA) ha chiarito – tramite la pubblicazione delle *"Recommendations*

---

<sup>12</sup>Come noto, la BRRD ha previsto l'istituzione di un'Autorità nazionale di risoluzione (NRA) in ogni Stato membro partecipante all'Unione bancaria. In Italia, il compito è stato attribuito ad una divisione della Banca d'Italia istituita *ad hoc*. Il SRMR ha invece designato il c.d. Single Resolution Board (SRB), Autorità di risoluzione competente per tutte le banche *"significants"* stabilite in Stati membri partecipanti all'Unione bancaria. Cfr. per tutti, CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, UTET, Milano, 2016, pp. 141 ss.; ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017, *passim*; RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria*, Giappichelli, Torino, 2017, *passim*.

<sup>13</sup>Cfr. STANGHELLINI, *The Implementation of the BRRD in Italy and its First Test: Policy Implications*, in *Journal of Financial Regulation*, 2016, 1, pp. 154 ss.

on the coverage of entities in a group recovery plan”<sup>14</sup> – quali entità debbano essere inserite nei suddetti piani di risanamento, per i piani di risoluzione di gruppo il livello di dettaglio stabilito dalla disposizione contenuta nell’art. 12 della BRRD non sembrerebbe sufficientemente elevato.

2. Nella fase di gestione della crisi del gruppo transfrontaliero il legislatore europeo ha ritenuto necessario raggiungere un equilibrio fra, da un lato, la necessità di procedure consone all’urgenza della situazione e funzionali al raggiungimento di soluzioni efficaci, eque (e soprattutto tempestive) per il gruppo nel suo complesso e, dall’altro, l’esigenza di preservare la stabilità finanziaria in tutti gli Stati dell’Unione in cui il gruppo opera<sup>15</sup>.

Pertanto, è stato previsto che le diverse Autorità di risoluzione (di tutti gli Stati membri in cui il gruppo opera) debbano confrontare le loro posizioni nei cc.dd. “collegi di risoluzione”, costituiti quale «*piattaforma che facilita il processo decisionale delle autorità nazionali*»<sup>16</sup>, la cui organizzazione operativa è disciplinata dai criteri individuati dagli artt. 50 e ss. del Regolamento delegato (UE) 2016/1075 della Commissione del 23 marzo 2016 (“Regolamento Delegato”)<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup>Cfr. EBA, *Recommendations on the coverage of entities in a group recovery plan* (EBA/REC/2017/02), 26 gennaio 2018, disponibile: <https://www.eba.europa.eu>.

<sup>15</sup>Cfr. *considerando (34)* della BRRD; cfr., inoltre, LAVIOLA - LOIACONO - SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un’analisi comparata dell’applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 9, 2015, *passim*; BOCCUZZI, *L’Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, Roma, 2015, pp. 74 ss.; CHITI, *The new banking union, the passage from banking supervision to banking resolution*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 2014, p. 607.

<sup>16</sup>Cfr. *considerando (98)* della BRRD.

<sup>17</sup>Il funzionamento dei collegi di risoluzione è ulteriormente determinato da norme tecniche di regolamentazione elaborate dall’EBA che specificano le modalità e le tempistiche per l’adozione delle decisioni congiunte.

Tali collegi, pertanto, sono «*networks di autorità amministrative*» previsti dall'ordinamento europeo che ne dispone l'istituzione, le funzioni e le procedure di funzionamento «*secondo modalità operative funzionali ma cristallizzate in fonti normative vincolanti*»<sup>18</sup>.

In ogni caso, per i gruppi che rientrano nell'ambito di applicazione del SRM, i “poteri” di risoluzione sono sostanzialmente attribuiti al SRB. Infatti, ai sensi dell'art. 7, par. 2, della BRRD, tali poteri sono esercitati dal SRB non soltanto nei confronti dei gruppi soggetti alla vigilanza *diretta* della BCE<sup>19</sup>, ma anche nei confronti di quei gruppi che, pur assoggettati alla vigilanza *indiretta* delle Autorità nazionali, ricadono nella definizione di “gruppo transfrontaliero”. Ne deriva che, ai sensi di tali disposizioni, per l'esercizio di poteri di risoluzione rispetto ad un gruppo che non ricade nel perimetro di vigilanza diretta della BCE, ha come capogruppo un ente (o una società finanziaria ovvero una società di partecipazione finanziaria mista) e comprende almeno un'altra entità stabilita in un altro Stato membro partecipante al SRM, risulterà competente il SRB<sup>20</sup>.

Occorre aggiungere, peraltro, che – nel caso in cui un gruppo *cross-border* abbia entità stabilite in Stati membri non partecipanti al SRM – il SRB si “sostituisce” alle NRA per le decisioni in materia di risoluzione e nella cooperazione con gli Stati membri non partecipanti «*per gli aspetti attinenti alle funzioni*

---

<sup>18</sup>Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 164.

<sup>19</sup>L'art. 7, par. 2, lett. a), n. ii), richiama anche i gruppi assoggettati alla vigilanza diretta della BCE in virtù della decisione dell'Autorità di esercitare la vigilanza diretta su tali enti ai sensi dell'art. 6, par. 5, lett. b), del Regolamento (UE) 1024/2013. Sul punto, v. la recente sentenza del Tribunale dell'UE nella causa T-122/15; per un primo commento v. LEMMA, “*Too Big to Escape*”: *Un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del Single Supervisory Mechanism*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017, n. 2., pp. 75 ss.

<sup>20</sup>Cfr. DI FALCO – MAMONE, *La risoluzione dei gruppi bancari transfrontalieri*, in *dirittobancario.it*, 2016, p. 2, disponibile: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crisi-bancarie/la-risoluzione-dei-gruppi-bancari-transfrontalieri>.

di risoluzione»<sup>21</sup>.

Ai sensi dell'art. 31, par. 2, del SRMR, i gruppi transfrontalieri interamente stabiliti in Stati membri partecipanti al SRM sono assoggettati al regime di cooperazione tra le NRA, sostitutivo dei summenzionati collegi di risoluzione. Ne consegue pertanto che, a seguito dell'istituzione del SRM, tali collegi debbano essere stabiliti soltanto per quei gruppi presenti interamente negli Stati membri non partecipanti all'Unione bancaria o in parte in Stati membri partecipanti ed in parte in Stati membri non partecipanti<sup>22</sup>.

2.1. Uno degli aspetti più importanti ed innovativi della disciplina europea relativa alla risoluzione delle crisi degli enti è sicuramente la previsione di una fase preparatoria della risoluzione dei gruppi, contraddistinta da un esercizio di "analisi" interno dell'ente vigilato sotto la guida della Autorità competente<sup>23</sup>.

Vengono in rilievo, pertanto, «due distinte misure di preparazione»<sup>24</sup>, incentrate, rispettivamente, in dispositivi volti al ripristino della situazione del

---

<sup>21</sup>Cfr. *considerando (91)* del SRMR; *cfr.*, inoltre, BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, Roma, 2015, pp. 74 ss.; FERRARO, *Il rapporto tra il "Comitato unico di risoluzione" e le pubbliche amministrazioni nazionali*, in CHITI – SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pacini, 2016, pp. 267 ss.

<sup>22</sup>Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 165.

<sup>23</sup> Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 160; *cfr.*, inoltre, SCIPIONE, *La pianificazione del risanamento e della risoluzione*, in CHITI – SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pacini, 2016, pp. 419 ss.; CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, Relazione al Convegno conclusivo del progetto PRIN 2010-11 "Regole e mercato", 7-9 aprile 2016, Siena, disponibile: [www.regolazioneimercati.it](http://www.regolazioneimercati.it), 1; BINDER, *Resolution Planning and Structural Bank Reform within the Banking Union*, SAFE Working Paper n. 81, 2015, *passim*.

<sup>24</sup>Così SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario nella direttiva BRRD*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 4, 2017, p. 420.

gruppo successivamente ad un significativo deterioramento (*i.e.* fase di risanamento) ed in azioni di risoluzione che l’Autorità competente può adottare qualora non siano soddisfatte le condizioni previste dalla BRRD (*i.e.* attività preparatoria della risoluzione)<sup>25</sup>.

Con riferimento alla fase di risanamento, tale analisi è posta in essere dall’impresa madre nell’UE (quindi un ente creditizio, una società finanziaria o una società di partecipazione finanziaria mista) alla quale è richiesto di predisporre un “piano di risanamento di gruppo” rispondente ai requisiti previsti dalla BRRD ed ulteriormente specificati nelle disposizioni di dettaglio, incluse quelle elaborate dall’EBA<sup>26</sup>. Le pertinenti disposizioni contenute nella BRRD prevedono, inoltre, che l’obbligo di preparare un piano di risanamento di gruppo debba essere applicato proporzionalmente, tenendo conto dell’importanza *sistemica* del gruppo e delle sue interconnessioni, anche mediante sistemi di garanzia mutualistica<sup>27</sup>. Per tali motivi, il contenuto del piano in parola tiene conto della natura delle fonti di finanziamento dell’ente, compresi i fondi e le passività con garanzia mutualistica, e di quanto esso possa “credibilmente” fare ricorso ad un sostegno a livello di gruppo.

In ogni caso, nelle già citate “*Recommendations on the coverage of entities in a group recovery plan*” è precisata l’applicabilità del principio di proporzionalità, in considerazione del fatto che il soggetto posto al vertice del gruppo (*i.e.* banca, società finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista) do-

---

<sup>25</sup>Cfr. TROIANO, *Cross-border cooperation between resolution authorities in the BRRD*, in AA. VV., *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Cheltenham, 2015, p. 103 ss.

<sup>26</sup>Cfr. le norme tecniche di regolamentazione elaborate dall’EBA sul contenuto dei piani di risanamento (EBA/RTS/2014/11).

<sup>27</sup>Per una prima analisi vd. LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2016, pp. 682 e ss.; SACCO GINEVRI, *La nuova regolazione del gruppo bancario*, UTET, 2017, pp. 137 e ss.

vrà dare attuazione ai dispositivi di risanamento previsti dal piano con diversa intensità a seconda che siano interessate alla vicenda di risanamento: (i) società significative per il gruppo (cc.dd. “*group relevant entities*”), (ii) entità significative per l’economia, o per il sistema finanziario, di uno o più Stati membri in cui il gruppo opera (cc.dd. “*locally relevant entities*”), ovvero, in via residuale, (iii) imprese che non appartengono né all’una né all’altra delle suddette categorie soggettive (cc.dd. “*non-relevant entities*”)<sup>28</sup>.

Fermo restando il ruolo di *coordinamento* in capo alla società di vertice del gruppo, il piano di risanamento deve comunque essere predisposto, monitorato ed attuato coinvolgendo gli organi di tutte le entità del gruppo interessate, anche allo scopo di evitare azioni disallineate all’interno del gruppo medesimo.

Il piano di risanamento di gruppo viene, successivamente, sottoposto alla valutazione del SRB che ne considera la credibilità e fattibilità del piano e delle opzioni di risanamento per ciascuno scenario di crisi finanziaria o macroeconomico prevedibile<sup>29</sup>.

L’attività preparatoria della risoluzione, invece, prevede la predisposizione di un “piano di risoluzione di gruppo” da parte del SRB, sulla base delle numerose informazioni fornite ex art. 11 della BRRD dall’ente vigilato (dunque impresa madre, filiazioni e succursali significative) su richiesta delle relative Auto-

---

<sup>28</sup>Per un primo commento vd. SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario nella direttiva BRRD*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, n. 4, 2017, p. 423; v., inoltre, la risposta dell’European Banking Federation (EBF) alla consultazione delle “*Recommendations on the coverage of entities in a group recovery plan*” secondo cui «*the recommendation must clearly take into account the different bank business models (centralized or decentralized) as well as their cross-border dimension (in the EU or in third countries). Requirements must be adjusted according to the independence level of entities and must recognize the possibility that entities already have to develop their own recovery plan on an individual basis*», disponibile: <https://www.eba.europa.eu>.

<sup>29</sup>Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 160. Cfr., inoltre, il *considerando (21)* della BRRD nonché le norme tecniche di regolamentazione elaborate dall’EBA sulla valutazione dei piani di risanamento (EBA/RTS/2014/12).

rità competenti.

Anche per il piano di risoluzione di gruppo il SRB valuta la credibilità e la fattibilità della risolvibilità dell'ente<sup>30</sup>. Laddove, peraltro, il SRB individui impedimenti rilevanti alla risolvibilità della crisi dell'ente, spetta all'ente interessato proporre «*possibili misure volte ad affrontare o rimuovere i rilevanti impedimenti individuati*»<sup>31</sup>. Sempre tenendo in considerazione che, qualora le misure proposte dall'ente vengano ritenute (*rectius*: valutate) inadeguate dal SRB, quest'ultimo potrà autonomamente imporre quelle ritenute più idonee tra cui, a titolo esemplificativo, la limitazione (o addirittura l'impedimento) dello sviluppo di linee di *business* o – se l'ente è controllato da una società di partecipazione finanziaria mista – la costituzione di una società di partecipazione finanziaria separata per controllare tale ente<sup>32</sup>.

Appare rilevante sottolineare come – già in tale fase preparatoria della risoluzione – il legislatore eurounionale abbia inteso cristallizzare il principio secondo cui i piani di risanamento e di risoluzione «*non dovrebbero presupporre l'accesso a un sostegno finanziario pubblico straordinario né esporre i contribuenti al rischio di perdite*»<sup>33</sup>.

I piani di risoluzione di gruppo devono essere aggiornati almeno una volta all'anno ed, in ogni caso, a seguito di cambiamenti nella struttura giuridica e/o organizzativa, nell'attività o nella situazione finanziaria del gruppo che possa influire in misura sostanziale sull'efficacia del piano.

---

<sup>30</sup>Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 160.

<sup>31</sup>Vd. l'art. 17, par. 3, della BRRD; sul punto *cfr.*, inoltre, GARCIA - LASTRA - NIETO, *Bankruptcy and reorganization procedures for cross-border banks in the EU: Towards an integrated approach to the reform of the EU safety net*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 17, 2009, pp. 240 ss.

<sup>32</sup>Vd. l'art. 17, par. 5, lett. k), della BRRD.

<sup>33</sup>Così il *considerando (31)* della BRRD; *cfr.*, inoltre, DE ALDISIO, *La gestione della crisi nell'Unione bancaria*, in *Banca impresa società*, 3, 2015, pp. 425 s.

2.2. È opportuno rammentare che ai sensi degli artt. 91 e 92 della BRRD – anche per il gruppo *cross-border* – ai fini dell’avvio della procedura di risoluzione sono necessarie le condizioni contenute negli artt. 32 e 33 della BRRD ovvero che (i) l’ente (impresa madre nell’Unione) o una o più filiazioni del gruppo siano nella c.d. situazione di “*failing or likely to fail*”, (ii) non sia possibile evitare il dissesto dell’ente o delle filiazioni attraverso l’individuazione di alternative di mercato ed infine (iii) la risoluzione dell’ente o delle filiazioni risponda a finalità di “interesse pubblico”<sup>34</sup>.

La prima condizione che deve essere soddisfatta ha ad oggetto la situazione di dissesto dell’ente (“*failing or likely to fail*”). Tale valutazione – in via generale – è effettuata dalla BCE, previa consultazione del SRB. È previsto, tuttavia, che il SRB, riunito in sessione esecutiva, possa effettuare tale valutazione solo dopo aver informato la BCE della sua intenzione e soltanto se la BCE, entro tre giorni di calendario dal ricevimento di tale informazione, non abbia deciso di effettuarla<sup>35</sup>.

La BCE, inoltre, gioca un ruolo altrettanto importante nella valutazione di alternative di mercato volte ad evitare il dissesto dell’ente. In tal caso però la competenza spetta innanzitutto al SRB. La BCE può tuttavia comunicare al SRB di ritenere “soddisfatta” tale condizione<sup>36</sup>. Infine, spetta al SRB effettuare la

---

<sup>34</sup>Cfr., fra tutti, ROSSANO, *L'esclusione dell'interesse pubblico nell'interpretazione delle Autorità europee*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Supp. 4, 2017, pp. 93 ss.; ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017, *passim*; RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria*, Giappichelli, Torino, 2017, *passim*.

<sup>35</sup>Cfr. art. 18, par. 5, del SRMR.

<sup>36</sup>Cfr. BABIS, *European Bank Recovery and Resolution Directive: Recovery Proceedings for Cross-Border Banking Groups*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 49/2013, disponibile: <https://ssrn.com/abstract=2346310>.

valutazione del c.d. interesse pubblico.

Una volta adottato, il programma di risoluzione deve essere immediatamente trasmesso alla Commissione europea. Quest'ultima, entro le successive ventiquattro ore, valutata la sussistenza delle condizioni richieste ai fini dell'avvio della risoluzione, approva il programma di risoluzione.

Se la Commissione non condivide le valutazioni espresse può alternativamente (i) formulare obiezioni avverso gli aspetti discrezionali del programma di risoluzione, (ii) proporre al Consiglio UE – ove ritenga che esso non soddisfi il requisito dell'interesse pubblico – di obiettare al programma, nonché (iii) proporre al Consiglio UE di approvare o di obiettare a una modifica significativa dell'importo del contributo del Single Resolution Fund da utilizzare per l'intervento di risoluzione. Qualora la Commissione europea decida di richiedere al Consiglio UE di formulare obiezioni, essa è tenuto a farlo entro dodici ore dall'adozione del programma di risoluzione da parte del SRB, così da consentire al Consiglio UE di adottare una decisione entro le successive dodici ore<sup>37</sup>.

3. In ogni caso, occorre rilevare come l'azione di risoluzione del gruppo sia imperniata sulla c.d. "strategia di risoluzione". Infatti, sulla base dei risultati raggiunti nell'ambito dei lavori condotti in seno al Financial Stability Board, le pertinenti disposizioni contenute nella normativa di vigilanza individuano due "punti di avvio" della risoluzione dei gruppi: (i) la strategia di risoluzione con un punto di avvio singolo (c.d. Single Point of Entry - SPoE) ovvero (ii) la strategia di risoluzione con un punto di avvio multiplo (c.d. Multiple Point of Entry - MPoE).

---

<sup>37</sup>Cfr. art. 18 del SRMR ove è specificato che "il programma di risoluzione può entrare in vigore soltanto se il Consiglio o la Commissione non hanno espresso obiezioni entro un periodo di 24 ore dopo la trasmissione da parte del [SRB]".

Nell'ambito della strategia SPoE è risolta solo un'entità del gruppo, di norma l'impresa madre posta al vertice, mentre le altre entità del gruppo non sono sottoposte a risoluzione; tuttavia, le loro perdite rispetto all'entità devono essere risolte a monte. Nell'ambito della strategia MPoE, invece, può essere risolta più di un'entità.

Sul punto, è opportuno osservare che la determinazione della strategia di risoluzione – che per ovvi motivi determina la struttura (e per certi versi anche il contenuto) del piano di risoluzione di gruppo – costituisce «*un aspetto essenziale della fase preparatoria*»<sup>38</sup>. Infatti, la strategia di risoluzione “predetermina” l'allocazione e l'assorbimento delle perdite nell'ambito del gruppo, tenendo in considerazione anche la sua struttura societaria e di finanziamento<sup>39</sup>. Ciò in considerazione della finalità del nuovo regime delle crisi bancarie riconducibile, essenzialmente, ad un'efficiente risoluzione ordinata del gruppo, che non sarebbe stata adeguatamente perseguita se tale “strategia di risoluzione” fosse stata disposta dal legislatore europeo pensando alle banali logiche di ripartizione delle competenze tra le Autorità (secondo i confini nazionali), invece che all'organizzazione e alla struttura di finanziamento del gruppo.

Al piano di risoluzione di gruppo contenente la strategia di risoluzione deve essere data concreta attuazione nella fase di risoluzione in cui viene svi-

---

<sup>38</sup>Così GARDELLA, *op. cit.*, p. 161; *cfr.*, fra tutti, SCIPIONE, *Le banche too big to fail tra vigilanza rafforzata e abbandono del modello di banca universale: prime evidenze di un quadro in chiaroscuro*, in RISPOLI FARINA – SCIARRONE ALIBRANDI – TONELLI (a cura di), *Regole e mercato*, II, 2017, pp. 100 e ss.; FAIA – DI MAURO, *Cross-Border Resolution of Global Banks*, Commissione europea, European economy Discussion paper n. 11, Bruxelles, settembre 2015, disponibile: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/cross-border-resolution-global-banks\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/cross-border-resolution-global-banks_en) ; TUCKER, *Solving too big to fail – where do things stand on resolution?*, discorso tenuto all'Institute of International Finance 2013 Annual Membership meeting, Washington DC, disponibile: [www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx).

<sup>39</sup>Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 161.

luppato un programma di risoluzione. Le Autorità competenti possono deviare dal piano di risoluzione di gruppo solamente quando reputino che gli “obiettivi” della risoluzione possano essere meglio conseguiti per mezzo di azioni di risoluzione diverse da quelle individuate nel piano<sup>40</sup>.

Occorre, peraltro, osservare che, *prima facie*, non sembrerebbe possibile individuare entrambe le strategie di risoluzione come strategia di risoluzione “preferenziale” (*i.e.* indicata nel piano di risoluzione di gruppo) ai sensi dell’art. 22 del Regolamento Delegato<sup>41</sup>. Tuttavia, il *considerando* (23) del Regolamento Delegato sembrerebbe assicurare la possibilità di inserire nei piani di risoluzione di gruppo una strategia c.d. “ibrida”, ovvero sia costituita da «*elementi di entrambi gli approcci*».

Come anticipato, la strategia SPoE è incentrata sull’esercizio dell’azione di risoluzione solamente nei confronti dell’ente posto al vertice del gruppo (*i.e.* una banca, una società finanziaria ovvero una società di partecipazione finanziaria mista), evitando il coinvolgimento delle entità del gruppo stabilite in altri Stati membri. In tal modo, dunque, i creditori della società posta al vertice del gruppo sono chiamati a partecipare alle perdite, permettendo così una ricapitalizzazione dell’intero gruppo.

La strategia SPoE richiede, pertanto, che la struttura di finanziamento del gruppo preveda una distribuzione delle perdite delle entità “operative” del gruppo verso l’alto ed una distribuzione verso il basso di risorse per ricapitaliz-

---

<sup>40</sup>Cfr. art. 91, par. 6, della BRRD e *considerando* (21) del Regolamento Delegato.

<sup>41</sup>Sul punto v. la risposta dell’EBA (2015\_2096) contenuta nel Single Rulebook Q&A che alla domanda “*shall the suggested resolution plans assume both the possibility of usage of Multiple Point of Entry (MPoE) and Single Point of Entry (SPoE) strategies depending on different scenarios and causes of failure or should they clearly identify a preferred strategy and elaborate only on the different resolution tools within this strategy?*” demanda alla disciplina contenuta nel Regolamento Delegato la soluzione.

zare le società in dissesto<sup>42</sup>. È necessario, pertanto, che l'impresa posta al vertice del gruppo – costituente dunque il *punto unico* di entrata dell'azione di risoluzione – detenga passività di ammontare sufficiente ad assorbire le perdite. Per tali motivi, dunque, la strategia del SPoE sembrerebbe meglio adattarsi a quei gruppi molto interconnessi e con gestione centralizzata<sup>43</sup>.

La strategia SPoE, dato che concentra l'azione di risoluzione dell'Autorità su un singolo punto di entrata, è tale da restringere, anche se non da escludere, effetti *cross-border* dei dispositivi di risoluzione. In ogni caso – come è stato correttamente osservato – la collocazione delle passività ammissibili o la legge ad esse applicabile sono elementi da tenere in considerazione nella determinazione dell'efficacia *cross-border* dell'azione di risoluzione. Sul punto, è necessario infatti osservare che, nel contesto interno all'Unione europea, *“il rilievo di questi elementi è largamente neutralizzato da norme materiali contenute nella [BRRD] che prevengono la rilevanza di leggi diverse da quelle dell'Autorità competente al fine di favorire l'efficacia transfrontaliera delle misure di risoluzione”*<sup>44</sup>.

La strategia MPoE, diversamente dalla SPoE, si basa su un'impostazione *«territoriale frammentata»* secondo cui le azioni di risoluzione vengono adottate nei confronti delle entità stabilite (*i.e. subsidiaries*) nei singoli Stati in cui opera il gruppo, secondo quanto previsto nel piano di risoluzione di gruppo. Nel caso di *global groups* ogni porzione regionale può essere assoggettata a SPoE

---

<sup>42</sup>Cfr. GARDELLA, *op. cit.*, p. 162.

<sup>43</sup>Cfr. l'art. 25, par. 3., lett. d), n. i) del Regolamento Delegato che dispone che la strategia SPoE *“dovrebbe essere più appropriat[a] quando il gruppo funziona ad alta integrazione, anche tramite l'accentramento della gestione della liquidità, della gestione del rischio, delle funzioni di tesoreria o dei servizi informatici e altri servizi comuni essenziali”*.

<sup>44</sup>Così GARDELLA, *op. cit.*, p. 162.

nell'ambito di un'unica azione di risoluzione di MPoE.

La strategia di MPoE, pertanto, sembrerebbe adatta ad essere applicata a quei gruppi contraddistinti da una integrazione finanziaria ed operativa minore e che presentano, quindi, un basso livello di interconnessione, permettendo la risoluzione "indipendente" delle singole entità che ne fanno parte<sup>45</sup>.

Il successo della strategia MPoE richiede che ogni entità del gruppo – che rappresenta un singolo *punto* di entrata dell'azione di risoluzione – garantisca, prima di poter accedere al Single Resolution Fund, di detenere "passività ammissibili" di ammontare sufficiente per assorbire le perdite (v. meglio *infra*).

Come è ovvio, per un'attuazione efficace della strategia di risoluzione (sia essa SPoE o MPoE ovvero costituita da elementi di entrambi gli approcci), è essenziale che le entità da risolvere e le relative filiazioni siano identificate con assoluta precisione. Tale esercizio, inoltre, è fondamentale anche per determinare il livello di efficacia dell'applicazione delle disposizioni sulla capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione che gli enti dovrebbero rispettare. Per tali motivi, la Commissione europea, nella sua recente proposta di modifica del SRMR, ha ritenuto opportuno introdurre i concetti di "entità di risoluzione" e "gruppo di risoluzione"<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup>Cfr. l'art. 25, par. 3., lett. d), n. ii) del Regolamento Delegato che dispone che la strategia MPoE "dovrebbe essere più appropriato quando le operazioni del gruppo sono suddivise in due o più sottogruppi chiaramente identificabili, ciascuno dei quali è indipendente, sotto il profilo finanziario, giuridico o operativo, dalle altre parti del gruppo e, se dipende da queste per aspetti operativi essenziali, ha regolato la dipendenza con un solido accordo che garantisce la continuità di funzionamento in caso di risoluzione".

<sup>46</sup>Vd. l'art. 1, lett. a), della Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 806/2014 per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per gli enti creditizi e le imprese di investimento, COM(2016) 851 final, 23 novembre 2016; per un primo commento v. DESIDERIO, *Prospettive di sviluppo della normativa UE in materia di vigilanza e crisi bancarie*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Suppl. n. 3, 2017, pp. 207 ss.

È stato proposto, infatti, che – nella pianificazione delle risoluzioni di gruppo – il SRB sia tenuto ad identificare le entità di risoluzione e i gruppi di risoluzione all'interno di un gruppo al fine di tenere debitamente conto delle implicazioni di tutte le azioni di risoluzione programmate all'interno del gruppo.

In conclusione, si rileva come la determinazione della strategia di risoluzione è stata oggetto di numerosi *paper* della dottrina economica<sup>47</sup> volti ad individuare – a seconda della struttura societaria e di finanziamento del gruppo *cross-border* – la strategia di risoluzione più efficiente. Dal punto di vista giuridico è possibile evidenziare che un'importante tematica nella determinazione della strategia di risoluzione è riconducibile agli incentivi che le Autorità interessate avranno nell'adottare una strategia SPoE ovvero una strategia MPoE.

Sul punto, infatti, occorre sottolineare che il profilo più rilevante nella strategia MPoE è «[the] *high level of coordination*» tra le Autorità di risoluzione. Ciò in considerazione del fatto che la strategia MPoE – in assenza di tale elevato livello di cooperazione – non sarebbe altro che il «*natural or default model for the resolution of cross-border banking groups in a world composed of sovereign nation States*»<sup>48</sup>.

Come noto, infatti, la preminenza degli interessi nazionalistici da parte delle Autorità ha avuto la sua massima risonanza quando Jacques de Larosière<sup>49</sup>,

---

<sup>47</sup>Cfr. fra tutti, BOLTON – OEHMKE, *Bank resolution and the Structure of Global Banks*, Working paper, Columbia University, New York, 2016, disponibile: [https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/moehmke/papers/BoltonOehmke\\_BankResolution.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/moehmke/papers/BoltonOehmke_BankResolution.pdf); FAIA – DI MAURO, *Cross-Border Resolution of Global Banks*, Commissione europea, European economy Discussion paper n. 11, Bruxelles, settembre 2015, disponibile: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/cross-border-resolution-global-banks\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/cross-border-resolution-global-banks_en).

<sup>48</sup>Vd. DAVIES, *Resolution of cross-border Banking Groups*, in HAENTJENS, *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Elgar, 2015; Oxford Legal Studies Research Paper No. 89/2014, p. 4, disponibile: <https://ssrn.com/abstract=2534156>.

<sup>49</sup>Ex Governatore del Banque de France (1987 – 1993).

nella sua nota relazione, sottolineò come la crisi finanziaria (e, dunque, la crisi dei gruppi finanziari operativi nell'Unione) fu affrontata dalle Autorità sostanzialmente “*chacun pour soi*”<sup>50</sup>. Tuttavia, l'elevato livello di cooperazione istituzionalizzato nell'ordinamento finanziario europeo potrebbe (e dovrebbe) consentire un'azione di vigilanza efficace nel caso di crisi di questi importanti soggetti vigilati che nella loro conformazione “di gruppo” sono connotati – allo stesso tempo – da elevata redditività e complessità.

Anche per la strategia SPoE valgono considerazioni dello stesso tenore. Infatti, sebbene tale strategia costituisca un'importante innovazione nell'ambito delle *banking policy* giacché presuppone un livello di integrazione nelle politiche di vigilanza tale per cui una singola Autorità di risoluzione è in grado (*i.e.* è munita di tutti i poteri e di tutte le informazioni necessarie) di porre in essere un'azione di risoluzione nei confronti di un intero gruppo operativo nell'Unione, il livello di cooperazione di tale strategia – in considerazione dei molteplici compiti attribuiti alle singole Autorità interessate – resta decisamente elevato.

Pertanto, sembrerebbe che l'impostazione adottata dal legislatore europeo – improntato, come ripetuto, ad un regime di elevata cooperazione istituzionalizzata – lasci davvero pochi spazi di manovra<sup>51</sup> alle Autorità nell'influenza-

---

<sup>50</sup>Cfr. DE LAROSIÈRE, *Report of the High level group on financial supervision in the EU*, 2009, disponibile: [https://ec.europa.eu/info/files/report-high-level-group-financial-supervision-eu-chair-d-jacques-de-larosiere\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/report-high-level-group-financial-supervision-eu-chair-d-jacques-de-larosiere_en); cfr., inoltre, ENRIA, *Unione bancaria e mercato unico nell'UE*, Luigi Einaudi Lecture, Università di Torino, 16 ottobre 2014, disponibile: <http://www.est.unito.it>.

<sup>51</sup>A ciò si aggiunga che la valutazione della strategia di risoluzione “preferenziale” da parte delle Autorità competenti, ai sensi dell'art. 25 del Regolamento Delegato, debba essere effettuata tenendo in considerazione, *inter alia*, (i) il supporto di altre Autorità, in particolare di Paesi terzi (con l'imposizione a tali Autorità di astenersi da azioni di risoluzione indipendenti); (ii) gli strumenti di risoluzione che potranno essere applicati nella strategia di risoluzione preferenziale (verificando che essi siano a disposizione dei soggetti cui la strategia di risoluzione propone di applicarli); ovvero (iii) intese contrattuali o di altro tipo vigenti per trasferire le perdite tra persone giuridiche (e non entità, il che potrebbe estendere il novero dei soggetti inclusi) del gruppo.

re con interessi squisitamente nazionalistici la determinazione della strategia di risoluzione (e, dunque, l'eventuale azione di risoluzione).

In ogni caso, anche qui resta indubbiamente rilevante il ruolo dell'EBA – munita del potere di mediazione<sup>52</sup> – nel garantire l'equilibrio istituzionale ed operativo del nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi.

4. In conclusione, considerate le principali disposizioni relative alla risoluzione del gruppo *cross-border*, occorre rilevare come le misure adottate a livello internazionale – oltre a perseguire l'obiettivo di ridurre l'impatto del fallimento di enti a rilevanza sistemica – siano anche volte a determinare un c.d. *level playing field* tra gli operatori del mercato, disincentivando la costituzione di intermediari TBTF.

Si rammenta, infatti, che - successivamente al G20 tenutosi in Turchia<sup>53</sup> - il Financial Stability Board ha pubblicato una lista delle condizioni relative alla capacità totale di assorbimento delle perdite (c.d. TLAC) stabilendo che le banche a rilevanza sistemica globale<sup>54</sup> (cc.dd. "G-SIBs") debbano detenere un quantitativo sufficiente di passività ad elevata capacità di assorbimento delle perdite (assoggettabili a *bail-in*, ovvero sia cc.dd. *bailinable*) al fine di assicurare un assorbimento delle perdite ed una ricapitalizzazione agevoli e rapidi nelle relative procedure di risoluzione.

---

<sup>52</sup>Cfr. il *considerando (17)* della BRRD che specifica che in caso di disaccordo tra le Autorità "è opportuno che [l'EBA] svolga in ultima istanza [...] un ruolo di mediazione".

<sup>53</sup>Vd. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of Globally Systemically Important Banks (G-SIBs) in Resolution, Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term sheet*, 9 novembre 2015, disponibile: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf>.

<sup>54</sup>Come noto, nell'ordinamento finanziario europeo tali enti sono definiti enti a rilevanza sistemica globale (G-SII).

Sul punto, occorre inoltre osservare che la disciplina europea in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi prevede già in capo alle Autorità competenti di stabilire, per ciascun ente creditizio (o per ciascuna impresa di investimento), un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (c.d. MREL) che consiste in passività particolarmente adatte al *bail-in* da utilizzare per assorbire le perdite e ricapitalizzare gli enti in caso di dissesto<sup>55</sup>.

La TLAC, tuttavia, non andrebbe a “sommarsi” al MREL. Infatti, sebbene perseguano lo stesso obiettivo normativo, la TLAC ed il MREL sono strutturati in modo diverso.

Innanzitutto, come è stato già sottolineato, il campo di applicazione del MREL non è circoscritto ai G-SIBs, ma copre l'intero settore bancario dell'Unione europea. Inoltre, contrariamente alla TLAC – che contiene un livello minimo armonizzato – il livello del MREL è stabilito dalle Autorità competenti in base ad una specifica valutazione dell'ente, eseguita di volta in volta.

Il requisito minimo TLAC, peraltro, dovrebbe essere rispettato, in linea di massima, mediante strumenti di debito subordinati<sup>56</sup> mentre, ai fini del MREL la subordinazione degli strumenti di debito potrebbe essere richiesta, di volta in volta, dalle Autorità competenti per evitare che, in un caso specifico, ai creditori sottoposti a *bail-in* sia riservato un trattamento meno favorevole<sup>57</sup> che in un

---

<sup>55</sup>Sul punto vd. Regolamento delegato (UE) 2016/1450 della Commissione, del 23 maggio 2016, che integra la BRRD per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che precisano i criteri applicabili alla metodologia con cui è determinato il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (GU L 237 del 3.9.2016, pag. 1)

<sup>56</sup>Sul punto v. TROIANO, *Interventi di rafforzamento patrimoniale e assetti proprietari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Suppl. 4, 2017, pp. 41 ss.

<sup>57</sup>Ciò in considerazione del principio c.d. “no creditor worse off” (NCWO); sul punto v. un'interessante risposta dell'EBA nel Single Rulebook Q&A (2015\_2458) secondo cui “*the NCWO assessment has to be performed at the level of each group entity subject to resolution measures, and compare the treatment received by creditors in the course of the resolution action*”

ipotetico scenario di insolvenza (che, come è noto, è uno scenario *controfattuale* alla procedura di risoluzione).

Pertanto, è necessario rilevare come la questione dei dispositivi relativi alla capacità totale di assorbimento delle perdite degli enti – essendo strettamente legata alla modalità di risoluzione dei gruppi – costituirà un aspetto fondamentale nella configurazione della valutazione di risolvibilità del gruppo stesso. Da un punto di vista operativo, infatti, è disposto che tali disposizioni debbano applicarsi a livello di gruppo, variando a seconda della strategia di risoluzione “preferenziale” adottata e – nel caso della TLAC – della forma organizzativa scelta dalla G-SIB<sup>58</sup>.

**Cosimo Pio Alessandro Pappadà**

---

*with the treatment they would have received under normal insolvency proceedings*”, disponibile: <https://www.eba.europa.eu>.

<sup>58</sup>Cfr. SCIPIONE, *op. cit.*, p. 103.

## ETICA IN FINANZA \*

*(Ethics in finance)*

**ABSTRACT:** *In this paper ethics is a guide to a short path that, moving from its definition, explores the financial environment. The article focuses both on certain global aspects and Italian ones to reach a vantage point from which to observe some possible future technological developments of the financial system and its ethical implications. The thesis, written at the beginning of the year, seems to anticipate themes and reflections put forward in the new Vatican document “Oeconomicae et pecuniariae quaestiones” published on May 17, 2018.*

**SOMMARIO:** 1. Per un discorso sull’etica in finanza. – 2. La scelta di campo tra economia di mercato e quella centralmente pianificata. – 3. Uno sguardo oltre l’ordoliberalismo. – 4. Alcune considerazioni a margine del dibattito sul sistema bancario italiano. – 5. Etica applicata a *machine learning* e *artificial intelligence*. – 6. Conclusioni.

1. Nell’analizzare le tematiche che il titolo di questo elaborato sottende, le affermazioni argomentate sono state precedute da molte letture sull’etica con particolare ma non esclusivo riguardo al diritto, all’economia e, circoscritto il campo d’indagine, alle specificità dell’etica in finanza. Tale focus non è stato più facile da mantenere di una rotta nella tempesta (sì, nella tempesta, poiché son tanti i venti e le correnti marine, evidenti gli uni e non palesi le altre, se non nell’effetto, che contrastano, dell’etica in finanza, la teoria talvolta e la pratica più che sovente). Dettagliare quell’approfondimento amplierebbe con scarso

---

\*Contributo approvato dai revisori.

profitto questo scritto rendendolo pressoché esclusivamente compilativo. Ci si concede solo l'accento ad un paio di osservazioni: l'una è che conferenze e scritti recenti sull'etica in finanza traggono immancabilmente spunto dalla crisi finanziaria originatasi verso la fine del primo decennio del secolo; l'altra è che molti, pur manifestando apprezzamento per i comportamenti etici e a volte rilevandone l'urgenza, finiscano per ritenere, più o meno manifestamente, il solo diritto positivo ed in particolare il suo sistema sanzionatorio, efficace e bastevole presidio per l'ordinato e corretto svolgimento delle attività finanziarie.

Il primo riscontro incuriosisce, invitando ad indagare il rapporto tra etica e mercati finanziari anche prima della recente crisi; la seconda constatazione incentiva l'approfondimento della tematica, sia nel convincimento che l'etica possa contribuire in modo significativo ad orientare l'agire in campo economico e finanziario ed a ridurre l'esigenza di norme di diritto positivo di sempre maggior dettaglio, sia a motivo d'una istintiva, personale repulsione per l'egoismo assoluto che, nell'immagine dell'*homo homini lupus*, rimbalza nei secoli da Plauto a Hobbes e si ripropone, tra opportunismo e speculazione, nell'apparentemente bonario *mors tua vita mea*. Alla finanza incontenibilmente aggressiva, quale che sia la maschera che ne cela il volto, si ritiene sia bene opporre quel *homo, sacra res homini* prospettato da Seneca, in cui ci si può ritrovare indipendentemente dal credo religioso e che risulta carico di speranza e di enorme valore comportamentale<sup>1</sup>.

Ove l'esposizione non origini dal riferimento a qualche evento, l'incipit più naturale per trattare dell'etica in finanza è definirla. Al momento, tra le pos-

---

<sup>1</sup>“*lupus est homo homini, non homo*” in PLAUTO, *Asinaria*, II, 4, 88; “*homo hominis lupus*” in HOBBS, *De Cive*, 1642, capitolo primo; “*mors tua vita mea*” locuzione latina di origine incerta; “*homo, sacra res homini*” in SENECA, *Epistole a Lucilio*, XCV, 33.

sibili alternative, ci si contenta di considerare l'etica come "norma dell'agire individuale posta dalla ragione e dalla coscienza"<sup>2</sup> e di identificare prioritariamente la finanza nei mercati finanziari e nell'insieme degli investitori e degli intermediari che vi operano<sup>3</sup>.

Per quanto obiettivamente non bastevoli, si ritiene che queste esplicitazioni, in parte funzionali al prosieguo del discorso, possano costituire un primo nucleo su cui costruire, nelle argomentazioni a seguire, una più nitida e sfaccettata spiegazione di cosa si intenda per etica in finanza<sup>4</sup>.

Nell'approfondire temi e problematiche dell'etica in finanza, si preferisce qui indagarne, seppur brevemente, gli aspetti teorici piuttosto che descrivere con minuzia le sue più o meno fruttuose o pertinenti applicazioni pratiche quali la finanza etica e quella comportamentale. Appare ad esempio più affascinante, con graduale riferimento ai mercati finanziari – quintessenza (soprattutto nelle

---

<sup>2</sup>Così BORRELLI, già procuratore generale presso la Corte d'appello di Milano, nella prolusione *Legalità tra etica, diritto e politica*, in occasione dell'inaugurazione dell'anno accademico 2002 per il Centro studi sociali Pedro Arrupe ed il CEI (Centro Educativo Ignaziano), entrambi in Palermo. Rif.to:[http://www.corriere.it/Primo\\_Piano/Politica/2002/01\\_Gennaio/13/discorsoborrelli.shtml](http://www.corriere.it/Primo_Piano/Politica/2002/01_Gennaio/13/discorsoborrelli.shtml)

<sup>3</sup>Cfr. STIGLITZ in *Economics*, II edizione, Standford University, W. W. Norton & Company, 1997, definisce la finanza come "quella parte dell'economia che comprende tutte le istituzioni coinvolte nella circolazione del risparmio, dai risparmiatori (soggetti privati e società) a coloro che chiedono in prestito somme di denaro, ovvero ne richiedono il trasferimento, ovvero la condivisione o l'assicurazione contro il rischio e cioè le banche, le compagnie di assicurazioni ed i mercati finanziari."

<sup>4</sup>Nel frattempo, si confida che la parola 'etica' non sia tanto sconosciuta da rendere oscuro il parlarne partendo da una sua illustrazione minima; troppo pessimistico parrebbe infatti il supporre che si possa essere totalmente sprovveduti d'una nozione di etica, foss'anche intuitiva e personale, come ad esempio un comportamento che non abbisogni di giustificazioni. Ancora meno agevole sarebbe ipotizzare che non si abbia contezza dell'aggressività sostanziale – a volte celata da cortesia di maniera e/o da un rispetto affettato e strumentale della normativa – che troppo frequentemente caratterizza l'agire nel mondo finanziario o, più semplicemente, le relazioni interpersonali che abbiano in qualche modo a che fare con il profitto, il denaro. Inoltre, lo squilibrio tra le parti derivato da asimmetrie informative e contrattuali (indotte o subite) è talmente ricorrente nelle negoziazioni da apparire una sorta di motore dell'attività finanziaria, similmente allo squilibrio, generato dai passi, necessario all'incedere.

distorsioni) della più generale e spontanea accezione naturalistica di mercato come luogo/momento di incontro *ab immemorabili* di domanda e offerta – sondare l'insieme dei principi intrinsecamente cogenti che dovevano e dovrebbero governare, sulla piazza delle contrattazioni, la condotta tra le parti e contrastare eventuali tendenze a comportamenti censurabili, funzione ora principalmente affidata a regolamentazioni sempre più stringenti, capitalistiche o pseudo-collettivistiche, che fanno del mercato una costruzione storico-giuridica artificiale<sup>5</sup>.

Constatato che gli uomini tendono troppo sovente a perseguire l'interesse personale proprio o familiare o di un gruppo, quasi sempre non incline all'etica, nel quale fortemente si identifichino, l'ordine giuridico, anziché aiutarli con normative e direttive atte ad indirizzarne appropriatamente i comportamenti, ha ritenuto di maggiore efficacia la produzione, da più fonti, di norme tecniche, regolamentari e procedurali di sempre maggior dettaglio, alcune da applicare ad un caso, altre all'altro, nel vano tentativo di coprire ogni possibile fattispecie. Per prolungato mancato esercizio, il libero arbitrio s'è tanto indebolito, come un giovane restio all'esercizio fisico, da ripiegarsi nel proprio ego anziché rafforzarsi nella palestra delle relazioni interpersonali.

È necessario ricercare, in primis nella nostra coscienza, principi apparentemente estinti, ma non irrimediabilmente svigoriti come una pianta vinta da un

---

<sup>5</sup>Cfr. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, 6<sup>a</sup> edizione, Editori Laterza, Bari, 2016. È lo stesso autore che, nel presentare il testo, ne chiarisce il contenuto: “Questo libro, recante in prima edizione la data del 1998, si raccoglie intorno a una tesi: che l'economia di mercato, al pari di altri assetti (collettivistico, misto, ecc.) è *locus artificialis*, e non *locus naturalis*, che codesta artificialità deriva da una tecnica del diritto, la quale, in dipendenza di decisioni politiche, conferisce ‘forma’ all'economia, e la fa, di tempo in tempo, mercantile o collettivistica o mista, e via seguitando; che quelle decisioni politiche sono di per sé mutevoli, sicché i vari regimi dell'economia vengono segnati dalla storicità, e nessuno può dirsi assoluto e definitivo”.

terreno arido, e ben pronti ad indirizzare eticamente scelte e comportamenti. Bisognerà risalire il fiume delle norme giuridiche sino a quell'acqua sorgiva dove etica e diritti fondamentali (questi facilmente declinabili in doveri) convivono armoniosamente, mescolandosi ed espandendosi naturalmente, senza indirizzamenti strutturati, quindi prima che argini, canali, dighe e laghi artificiali, tutti manufatti dell'uomo, intervengano a formare un corpus normativo poderoso (anche nella limitata specificità economico-finanziaria che qui ci interessa), ma non sempre efficace ed efficiente come quelle purissime polle, sorgenti di regole perenni e inderogabili dell'animo che ad ogni buon senso appaiono di immediata chiarezza e nella scala di valori d'una retta coscienza potrebbero risultare intimamente più preziose di molte delle norme che le sovrastano nella gerarchia d'una pluralità di fonti, statuali<sup>6</sup> e non.

Cercando di andare oltre la *law-saturated society*<sup>7</sup>, da siffatta indagine, così prossima ai diritti/doveri fondamentali dell'individuo e al suo sistema valoriale, scaturiscono in via prioritaria norme etiche tendenzialmente comuni in un

---

<sup>6</sup>Naturalmente non v'è qui alcuna allusione riprensiva alla nostra Costituzione, 'giovane' di settant'anni. Per la lungimiranza, le qualità ed il 'cuore' dei padri costituenti, uno per tutti Piero Calamandrei, la legge fondamentale della nostra Repubblica – sin dai primi articoli impegnata a delineare i principi fondamentali (democratico, lavorista, solidarista, di uguaglianza e di libertà) del nostro ordinamento, individuando subito appresso diritti e doveri fondamentali – si posiziona non solo formalmente, ma con straordinaria autorevolezza ed amplissimi meriti sostanziali al primo livello della gerarchia delle fonti dell'ordinamento giuridico italiano e rappresenta, nell'insieme, un eccezionale supporto per l'individuazione di valori e comportamenti etici, anche in finanza – ad esempio, la solidarietà delineata nel secondo articolo – ben oltre le specifiche indicazioni sui rapporti etico-sociali ed economici di cui ai Titoli II e III della prima parte della Carta.

<sup>7</sup>La *law-saturated society* è, per Stefano Rodotà, “una società strapiena di diritto, di regole giuridiche dalle provenienze più diverse, imposte da poteri pubblici o da potenze private, con una intensità che fa pensare, più che a una necessità, a una inarrestabile deriva” RODOTÀ, *La vita e le regole – Tra diritto e non diritto*, Giangiacom Feltrinelli Editore, Milano, 2006, p. 9.

dato contesto storico-sociale<sup>8</sup> e di sicura intima coerenza individuale, la cui applicazione va soppesata in relazione alla fattispecie effettivamente in esame e ad altre considerazioni – più oltre precisate e argomentate – che mai dovrebbero essere bypassate in nome d'un relativismo eretto a principio assoluto sull'altare di interessi egoisticamente perseguiti.

L'esser state, tali norme dell'animo, in varia guisa disattese, seppur applicabili senza alcuna controindicazione d'opportunità, nei rapporti tra operatori sin dall'origine della recente crisi finanziaria, non ha variato la loro intima individuale coerenza che non è *dimmerabile* come la luce di una lampada, ma ha determinato il rammarico collettivo di non essere riusciti ad evitare o limitare, anche con un comportamento appropriato e possibile, al di là della tecnicità giuridica, la lunga crisi economico-finanziaria iniziata nel 2007.

Il rammarico collettivo, si noti, non ha riguardato in via prioritaria i comportamenti non etici, ma la Grande Recessione<sup>9</sup> che gli stessi hanno in tanta parte concorso a determinare. In buona sostanza è assai probabile che se da quei comportamenti, non certo ispirati dall'etica, non fossero derivati danni evidenti e generalizzati al sistema finanziario, gli stessi sarebbero passati inosservati o ritenuti tranquillamente tollerabili in base a quel "il fine giustifica i

---

<sup>8</sup>“alla funzione dell'etica, comunemente considerata quale 'ideale principio regolatore' che consente di identificare le modalità disciplinari della pratica comportamentale, riducendone l'essenza a principi avvertiti come cogenti [...] la riflessione storico filosofica, ricercando il fondamento ideologico dell'etica, ne ha sottolineato i limiti rivenienti dal relativismo implicito in ogni costruzione minata dalla difficoltà di storicizzare i contenuti della morale” così CAPRIGLIONE in *Etica e finanza in tempi di crisi su Banche ed Etica* a cura di Illa Sabbatelli, CEDAM, Padova, 2013, pp. 5-6. Sull'argomento si veda anche DICIOTTI, *Relativismo etico, antidogmatismo e tolleranza* in *Jura Gentium*, Rivista di filosofia del diritto internazionale e della politica globale, 2008. Rif.to: <http://www.juragentium.org/forum/marconi/it/diciotti.htm>

<sup>9</sup>Com'è generalmente noto, la recente “crisi economica e finanziaria, iniziata nel 2007, è stata definita Grande Recessione per distinguerla dalla Grande Depressione del 1929” DEL DEBBIO, *Più etica nel mercato?* Marsilio Editore, Venezia, 2016, p. 229.

mezzi” che, pur sostanziando un gran fraintendimento, è da molti ritenuto un valido assioma.

Tali atteggiamenti celano il rischio che norme e valori etici paiano un fondo sfuocato rispetto all’emergere del fine perseguito e l’etica sia pertanto sommariamente invocata a censura dell’altrui condotta od a sostegno del proprio agire semplicemente perché ciò è ritenuto strumentale all’esito tragiuardato ovvero, per il caso che essa risulti di ostacolo, venga frettolosamente liquidata con approssimative argomentazioni sostanzianti un totale relativismo.

L’immediatezza della reattività dei mercati finanziari e la conseguente ritenuta esigenza di cogliere l’attimo fuggente possono fare da sponda a tali modi, meramente opportunistici, di intendere l’etica in finanza. Per contrastarli efficacemente, nel poco tempo lasciato alla riflessione dall’effettiva o pretestuosa urgenza decisoria, è necessaria una moralità di consumato e ponderato esercizio, pronta ad indicare con rapidità, quasi istintivamente, i comportamenti appropriati adatti al caso concreto che trasparenza e correttezza dell’interlocutore dovrebbero consentire di rendere intellegibile.

Tale sorta d’automatismo si acquisisce con l’abitudine a vivere la propria libertà relazionandola con quella altrui, a considerare il valore degli interessi collettivi contraltare dei propri, a sentirsi responsabili dei comportamenti adottati e delle relative conseguenze ed infine – dando al mercato ed alla finanza un’anima che di per sé non hanno – acquisendo la consuetudine ad esercitare generosamente la solidarietà, anche superando distinzioni di competenze, statuali o pubbliche che siano, laddove vicinanza ed occasione ne propizino la pratica, spesso consentendo di massimizzarne i risultati sostanziali e relazionali.

Si è dell’avviso che l’attitudine a riconoscere la retta via e l’abitudine a

percorrerla nella quotidianità favoriscano, non meno del teorico dissertare, l'individuazione sollecita e l'esercizio effettivo di comportamenti etici in quel settore tanto rilevante dell'etica sociale che è l'etica economica ed in particolare in quella sorta di suo distillato instabile e complesso che è la finanza, dove interagiscono valori contrapposti e quadri di riferimento in rapida evoluzione.

Di norma, il mercato finanziario si avvale dell'attività degli intermediari finanziari, sia che agiscano in nome e per conto del cliente, sia che lo assistano negli scambi mobiliari, sia per il caso necessitato dell'esercizio del credito in generale e della raccolta del risparmio tra il pubblico esercitata dalle banche in via esclusiva.

Se è infrequente che qualcuno acceda al Palazzo di Giustizia, per fruire della medesima, senza il tramite d'un avvocato, è ancor più raro che si acceda al mercato finanziario senza il tramite di un intermediario finanziario, foss'anche per il mero *trading on line* da casa propria<sup>10</sup>. Tra i due citati paladini degli interessi del cliente, attualmente solo con riferimento all'avvocato è lapalissiano che ne sia un difensore<sup>11</sup>. Senza entrare nel merito della direttiva europea, si ri-

---

<sup>10</sup>«L'intermediario, infatti, rimane l'unico soggetto abilitato a operare sul mercato di borsa e assume [...] la qualificazione di mandatario dell'investitore rispetto all'esecuzione dell'ordine impartito on line. Per altro verso, poiché è l'investitore che immette l'ordine sul sistema automatizzato di esecuzione, rivestendo il ruolo di soggetto della manifestazione negoziale, appare condivisibile la tesi che in tale ambito qualifica l'investitore quale rappresentante dell'intermediario. Sebbene l'attività di investimento sia compiuta sostanzialmente dall'investitore, l'accesso al mercato di borsa da parte dell'investitore avviene in nome dell'intermediario, avvalendosi delle abilitazioni di quest'ultimo; in altre parole, con la conclusione del contratto di TOL (trading on line), l'intermediario autorizza il cliente-investitore ad agire in sua vece di fronte a terzi (sul mercato di borsa) ponendo in essere tramite il sistema computerizzato negoziazioni di strumenti finanziari nell'ambito del mercato regolamentato in cui l'intermediario è ammesso e al quale l'investitore non avrebbe un accesso diretto». Cfr. GABRIELLI, LENER, *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, Milano, 2011, pp. 628-629.

<sup>11</sup>Si noti, peraltro, come la performance professionale forense in genere contempra la prossimità partecipe d'un giudice e/o di altri legali, mentre in quella finanziaria sulla scena, solitamente ambientata in un ufficio di banca e più raramente presso il cliente, sono presenti solo

tiene che la MiFID II<sup>12</sup>, nel contribuire ad ampliare la tutela degli investitori, possa promuovere un significativo miglioramento della trasparenza e dell'efficienza dei mercati finanziari.

2. Trattare di etica di mercato presuppone aver orientato l'indagine in tale tipo di economia anziché in quella, ancorché quasi desueta, centralmente pianificata.<sup>13</sup> La valutazione di maggiore adeguatezza della prima per il soddisfacimento del bisogno di beni, non solo al fine di ridurre la scarsità a vantaggio dei singoli, ma anche nell'interesse del bene comune, è altresì riferibile ai valori etici e si ritiene ragionevole darne conto. Purtroppo, al momento, *terzium non*

---

l'intermediario e il cliente ed è il primo ad attestare, tramite modulistica, che il secondo è in grado di prendere alcune decisioni ovvero che è stato da lui adeguatamente ed in modo trasparente informato sui prodotti mobiliari, sui rischi, eccetera. In realtà molto spesso il cliente non riesce nemmeno a distinguere se consigli e valutazioni del proprio interlocutore siano riferibili ad una informativa su singoli prodotti o strumenti finanziari ovvero sostanzino una vera e propria consulenza.

<sup>12</sup>Per un approfondimento su MiFID e MiFID II: PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Manuale di diritto finanziario e bancario*, CEDAM, Padova, 2015, pp. 547-584 e MIRRA, *MiFID review*, (slide) in [docenti.luiss.it/pellegrini/didattica/diritto-dei-mercati-finanziari/materiali-didattici/](http://docenti.luiss.it/pellegrini/didattica/diritto-dei-mercati-finanziari/materiali-didattici/).

<sup>13</sup> Oltre ai due sistemi economici fondamentali, KEYNES in *The End of Laissez-Faire*, Hogarth Press, Londra, 1926 prende in considerazione quello di pianificazione decentrata a livello di corporazioni semiautonome.

In Italia, Portogallo e Spagna l'esperienza storica dell'economia corporativa si è sostanzialmente conclusa alla fine della seconda guerra mondiale con l'abbattimento di non pregevoli costruzioni di tale sistema, impropriamente se non abusivamente sorte sul 'terreno demaniale' di una corretta interpretazione della preesistente o coeva dottrina sociale della Chiesa (dalla *Rerum novarum* di Leone XIII del 1891 alla *Quadragesimo anno* di Pio XI del 1931, all'insegnamento di Giuseppe Toniolo).

Anche quel 'ancorché quasi desueta' abbisogna di qualche precisazione. Imploso il socialismo reale sovietico, il sistema economico centralmente pianificato permane pressoché solo in Cina dove però il Partito Comunista Cinese, sin dal 1978, ha progressivamente implementato riforme strutturali tendenti ad una *economia socialista di mercato* (così nel suo XIV Congresso del 1992) che sostanzia un prudente quanto problematico avvicinamento del sistema economico centralmente e localmente pianificato verso le regole del mercato. Per un maggior dettaglio si veda – al sito web [bankpedia.org](http://bankpedia.org) – la voce, redatta da AVERSA, *Economia socialista di mercato* della *Nuovissima enciclopedia di banca, borsa e finanza*.

*datur.*

Per entrambi i sistemi sarebbe difficile ipotizzare un'intransigente applicazione reale dei rispettivi principi, l'uno individualista di libertà economica e di perseguimento responsabile del proprio interesse senza comprimere quello generale e l'altrui libertà, l'altro tendente ad un'ideale solidarietà sociale di tipo collettivistico-statuale apparentemente protesa all'altruismo. In purezza, senza correttivo alcuno, capitalismo e collettivismo non hanno resistito alla prova del tempo; sembrano due strane piante capaci di radicarsi e crescere senza difetti solo in terreni opposti a quelli a loro rispettivamente usuali. Il capitalismo puro si trova benissimo nei sistemi totalitari post o pseudo collettivisti, mentre non si conosce altra forma di collettivismo meglio riuscita di quella che governa l'economia d'un convento, piccolo esempio di socialismo reale scevro da contraddizioni, dove la proprietà privata è ridotta a qualche oggetto d'uso personale e tutti contribuiscono al bene della comunità, ottenendo da questa il necessario "ognuno secondo le sue capacità, a ognuno secondo i suoi bisogni", frase resa celebre da Marx che sembra quasi testualmente derivata dalla descrizione, negli *Atti degli apostoli*,<sup>14</sup> delle prime comunità cristiane.

Una valutazione meramente economicistica del sistema di mercato ordoliberal e di quello del collettivismo pianificato, tendenzialmente microeconomica nel primo e macroeconomica nell'altro, risulterebbe pressoché impermeabile all'etica ancorché sensibilissima alla produttività materiale: in relazione a tale capacità di output di produzione la storia ha dimostrato quale sistema economico sia il più efficiente.

---

<sup>14</sup>Cfr. LUCA, *Atti degli apostoli* 4,32-35 "La moltitudine di coloro che erano venuti alla fede aveva un cuore solo e un'anima sola e nessuno diceva sua proprietà quello che gli apparteneva, ma ogni cosa era fra loro comune [...] e poi veniva distribuito a ciascuno secondo il bisogno".

L'enunciazione dei principi fondamentali dei due sistemi sembrerebbe avvalorare il socialismo reale come l'approccio all'economia eticamente più confacente per la sua immediata finalizzazione al bene comune che, nell'economia di mercato, è trapiantato in modo indiretto tramite il perseguimento di un interesse personale dei singoli soggetti economici in condizioni di concorrenza tendenzialmente perfetta. La percezione del principio individualistico come sfrenato egoismo irrimediabilmente generalizzato non tiene conto del risultato (buono, ma perfettibile) dell'impegno ordoliberalo ad indirizzare l'economia di mercato verso un esercizio responsabile dell'interesse individuale, relazionandolo con il paritetico valore dell'interesse generale e garantendo le libertà altrui.

Siffatta relazione è il presupposto imprescindibile per l'equilibrio tra i comportamenti delle parti in ambito finanziario. Con Arthur Rich<sup>15</sup> possiamo affermare che l'economia di mercato "si basa su valori umani universali: sui valori della libertà, della responsabilità individuale, del proprio interesse. Dato che il soggetto di ogni attività economica è e rimane l'uomo, non esiste alcuna economia umanamente giusta senza l'affermazione di questi valori. E in questo consiste il diritto etico del principio fondamentale dell'economia di mercato".

3. Quel che sembra maggiormente difettare nel sistema ordoliberalo è la scarsa capacità d'esprimere la solidarietà attraverso interventi diretti o di governo della stessa, a parziale bilanciamento dell'abbondante normazione d'alto profilo (al netto di norme tecniche o regolamentari di dettaglio) teorizzata ed

---

<sup>15</sup>Cfr. RICH, *Etica economica*, Queriniana, Brescia, 1993, p. 493. È il lavoro conclusivo e di sintesi d'una lunga attività di docenza e ricerca nel campo dell'etica sociale ed economica; pubblicato nel 1984 *Wirtschaftsethik* (Etica degli affari) costituisce, sotto il titolo '*Etica economica*' il 73° volume della Biblioteca di teologia contemporanea Queriniana. La biografia dedicata all'autore da Siegfried Karg, suo discepolo, ha un titolo significativo: *Arthur Rich (1910-1992) Maestro del dialogo fra etica e economia*.

applicata a presidio del funzionamento del mercato e – tramite la tutela dell'interesse privato, garantendo la libertà e, tendenzialmente, la concorrenza perfetta – a salvaguardia e difesa dell'interesse comune. Così come il mercato naturalistico non sarebbe stato in grado di autogovernarsi già dall'inizio del XX secolo ed ancor meno vi sarebbe riuscito nel terzo millennio, in un ambiente sempre più complicato ed interrelato come quello economico-finanziario, si ritiene che anche la solidarietà non possa essere semplicemente demandata, attraverso il principio della sussidiarietà<sup>16</sup>, pressoché totalmente alla sensibilità dell'iniziativa privata e all'effettività d'un comportamento etico generoso che, nel relazionarsi con gli altri e il tessuto sociale, abbia quelle concrete e partecipative attenzioni che si spererebbero per sé stessi in caso di necessità, non solo economiche. Ben venga comunque l'intervento privato, per quanto più a supplenza che a supporto di quello pubblico; qualche raro segno di compartecipazione sinergica e coordinata nel nostro Stato non manca. Ci si riferisce, ad esempio, alla fondazione, nel 1992, del Dipartimento della Protezione Civile che ha dimostrato la 'governabilità' dello spirito di solidarietà dei cittadini e la efficienza di iniziative coordinate a livello nazionale e pubblico che realizzano maggiori sinergie di mezzi e persone rispetto alle benemerite preesistenti e diffuse realtà associazionistiche territoriali aventi scopi solidali analoghi.

La solidarietà, come impegno etico-sociale amplia la strada dei comportamenti appropriati fino alla prossimità con gli altri, rendendo meno solitario e talvolta più cordiale il percorrerla. In quale misura esercitare questa compartecipazione, questa vicinanza? Per l'etica cristiana, in quella del 'comandamento

---

<sup>16</sup>Cfr. Art. 118 della Carta Fondamentale così come risultante dalla sostituzione del precedente testo operata dall'art. 4 della Legge costituzionale n. 3 del 18 ottobre 2001.

più grande'<sup>17</sup>.

Approfondire il tema dell'etica cristiana sarebbe troppo vasto; nel riportare in nota alcuni dei principali documenti sulla dottrina sociale della chiesa cattolica,<sup>18</sup> ci si sofferma brevemente sui contenuti dell'enciclica *Caritas in veritate*<sup>19</sup> di Benedetto XVI. In essa il Pontefice richiama due "criteri orientativi dell'azione morale [...]: la giustizia e il bene comune. [...] Si ama tanto più efficacemente il prossimo, quanto più ci si adopera per un bene comune rispondente anche ai suoi reali bisogni. [...] L'esclusivo obiettivo del profitto, se mal prodotto e senza il bene comune come fine ultimo, rischia di distruggere ricchezza e creare povertà". Benedetto XVI denuncia "gli effetti deleteri sull'economia reale di un'attività finanziaria mal utilizzata e per lo più speculativa" ed evidenzia che "L'attività economica non può risolvere tutti i problemi sociali mediante la semplice estensione della logica mercantile. Questa va finalizzata al perseguimento

---

<sup>17</sup>Amerai il prossimo tuo come te stesso è parte del duplice comandamento dell'amore, verso Dio e verso il prossimo, presente in tutti i vangeli sinottici e così espresso in quello di GIOVANNI: "Vi do un comandamento nuovo: che vi amiate gli uni gli altri". La solidarietà, nel cattolicesimo, trova la massima espressione nell'esercizio della carità "virtù teologale per la quale amiamo Dio sopra ogni cosa per sé stesso, e il nostro prossimo come noi stessi per amore di Dio", Catechismo della Chiesa Cattolica, CCC 1822.

<sup>18</sup>Si annota che questo lavoro pur anticipando tematiche e considerazioni presenti in *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones* non analizza tale documento in quanto pubblicato successivamente (dalla CONGREGAZIONE PER LA DOTTRINA DELLA FEDE insieme al DICASTERO PER IL SERVIZIO DELLO SVILUPPO UMANO INTEGRALE) alla presentazione della tesina di cui il presente articolo è una elaborazione sintetica. Encicliche e principali documenti, anche conciliari, che la riguardano: LEONE XIII, *Rerum novarum*, 1891; PIO XI, *Quadragesimo anno*, 1931 e *Divini redemptoris*, 1937; PIO XII, *Discorso di Pentecoste*, 1941 e *Fulgens radiatur*, 1947; GIOVANNI XXIII, *Mater et magistra*, 1961 e *Pacem in terris*, 1963; PAOLO VI: *Gaudium et spes*, 1965, *Populorum progressio*, 1967 e *Octogesima adveniens*, 1971; GIOVANNI PAOLO II: i discorsi alla Conferenza di Puebla, 1979, nel viaggio in Brasile, 1980 e a Terni, 1981; *Laborem exercens*, 1981; *Sollicitudo rei socialis*, 1987; *Centesimus annus*, 1991; *Evangelium vitae*, 1995, sulla bioetica; BENEDETTO XVI, *Caritas in veritate*, 2009; FRANCESCO, *Laudato si'*, 2015, sull'etica ambientale.

<sup>19</sup>Cfr. BENEDETTO XVI, *Caritas in veritate*, testo integrale in italiano su [http://w2.vatican.va/content/benedict-xvi/it/encyclicals/documents/hf\\_ben-xvi\\_enc\\_20090629\\_caritas-in-veritate.html](http://w2.vatican.va/content/benedict-xvi/it/encyclicals/documents/hf_ben-xvi_enc_20090629_caritas-in-veritate.html) Nell'evidenziare gli aspetti dell'enciclica più attinenti all'etica sono stati utilizzati sia il testo, nell'edizione sopra indicata, sia la sua sintesi a cura della Sala Stampa della Santa Sede.

del bene comune, di cui deve farsi carico anche e soprattutto la comunità politica. [...] Il mercato non è, e non deve perciò diventare, di per sé il luogo della sopraffazione del forte sul debole”. Citato Giovanni Paolo II che “nella *Centesimus annus* aveva rilevato la necessità di un sistema a tre soggetti: il mercato, lo Stato e la società civile” Benedetto XVI afferma che “sia il mercato sia la politica hanno bisogno di persone aperte al dono reciproco”. “L’economia ha bisogno dell’etica per il suo corretto funzionamento; non di un’etica qualsiasi, bensì di un’etica amica della persona. [...] Il principio di sussidiarietà va mantenuto strettamente connesso con il principio di solidarietà e viceversa”.

Il sesto capitolo dell’enciclica tratta de *Lo sviluppo dei popoli e la tecnica*. “Lo sviluppo dei popoli degenera se l’umanità ritiene di potersi ‘ri-creare’ avvalendosi dei ‘prodigi’ della tecnologia”. “Davanti a questa pretesa prometeica – avverte il Pontefice – la libertà umana è propriamente sé stessa solo quando risponde al fascino della tecnica con decisioni che siano frutto di responsabilità morale”. In questo elaborato, al quinto paragrafo, dedicato al *machine learning* e all’*artificial intelligence*, si avrà modo di accennare alle relative implicazioni etiche.

In campo economico-finanziario, dove le interpretazioni predittive alle quali orientare la responsabilizzazione dei comportamenti sono di per sé difficili, il forte orientamento di coscienza e ragione ad un credo fideistico, quale esso sia, possono rendere impermeabile il comportamento alle esigenze economiche e sociali o renderne meno agevole la valutazione. Ad esempio, appare abbastanza singolare osservare che se a provocare la crisi finanziaria iniziata nel 2007 può aver concorso una sostanziale carenza di etica, la causa remota di

quella del 1929<sup>20</sup>, ottant'anni prima, potrebbe risiedere, paradossalmente, in un prolungato 'eccesso' di etica.

Gli antefatti della Grande Depressione del 1929 partono dall'etica protestante descritta da Weber, perfettamente funzionale "alla società di pionieri americani in cui bisognava lavorare, lottare, conquistare, risparmiare, accumulare",<sup>21</sup> ma non certo idonea ad incentivare i consumi, ed arrivano alla società descritta da Veblen<sup>22</sup> che cela una assoluta povertà di valori nell'ostentazione dei più costosi segni della ricchezza accumulata, per acquisire prestigio sociale e suffragare, anche in una artificiosa e vistosa signorilità di modi, presunte qualità personali. In un mercato che i più ancora ritenevano capace di autoregolarsi, neanche tale sfarzosa deriva consumistica sarà in grado, perché troppo elitaria, di assorbire *surplus* produttivi, riuscendo al massimo a delineare mode e tendenze nei consumi che però, in allora, non potevano divenire di massa.

Brevi cenni questi, non per indagare le origini del capitalismo (probabilmente nemmeno Weber lo fa) o del consumismo, ma per favorire alcune riflessioni sull'etica. È palese che lavoro e risparmio siano per il mondo occidentale

---

<sup>20</sup>Per un approfondimento su Grande Depressione del 1929 e crisi finanziaria del 2009 si veda CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009) Il caso italiano*, CEDAM, Padova, 2009. Nello stesso testo, a p. 9, sono così sintetizzate le cause della Grande Depressione: "La letteratura economica ha ampiamente evidenziato la natura reale e non finanziaria delle origini, a livello internazionale, della *grande crisi* del 1929, le cui cause sono state individuate essenzialmente in una caduta dei consumi, accompagnata da una generale tendenza al ristagno della domanda".

<sup>21</sup>Così il sociologo ALBERONI in *Pubblicità televisione e società nell'Italia del miracolo economico*, Armando Editore, Roma, 2011, p. 96 in una nota su Max Weber, economista, sociologo, filosofo e storico tedesco. M. WEBER, *L'etica protestante e lo spirito del capitalismo*, BUR Rizzoli, Milano, 1991 (saggio del 1904-1905).

<sup>22</sup>Cfr. VEBLLEN, *La teoria della classe agiata*, Einaudi Editore, Torino, 2007. Il saggio è del 1899, di poco antecedente ai due di Weber, rispettivamente del 1904 e dell'anno seguente, unificati nel notissimo *L'etica protestante e lo spirito del capitalismo* di cui alla nota che precede. Tuttavia Weber si riferisce a situazioni sociali anteriori, seppur vicine, a quelle descritte da Veblen, economista e sociologo statunitense. Thorstein Bunde Veblen, figlio di immigrati norvegesi, è stato tra i principali esponenti dell'istituzionalismo economico (se visse, sarebbe interessante una sua analisi sulla società norvegese, resa più agiata dall'oro nero dei pozzi petroliferi).

valori generalmente acquisiti e, per la Repubblica Italiana, l'uno fondante e l'altro incoraggiato e tutelato (artt. 1 e 47 della Costituzione). L'accumulo, perseguito esclusivamente come segno della grazia divina ovvero la ricchezza volta alla mera ostentazione non potrebbero invece ascrivere con ragionevolezza tra le finalità dei comportamenti finanziari moralmente accettabili. Eppure il primo ha rappresentato una condotta più che plausibile per una confessione cristiana protestante, quella calvinista, e l'altro un atteggiamento limite prettamente laico che ben declina, purtroppo, lo stile di vita bramato da molti giovani che sognano la ricchezza.

In relazione a questi due diversi modi di intendere il benessere si annota che il primo lascia intravedere tematiche irrisolte di dialogo interreligioso e di ecumenismo cristiano che rendono un po' problematici i riferimenti ad un'etica cristiana *tout court*. In entrambi i casi, risulta inoltre evidente che le motivazioni intime dell'affastellare ricchezza, seppur percepibili, non sono in diritto censurabili. Aggettivazioni quali accumulo sfrenato o ricchezza ostentata non cambierebbero i termini della considerazione testé esposta e questo evidenzia un limite della norma giuridica rispetto a quella morale. Ben diverso è il *sentiment* dei mercati finanziari, molto spesso reattivi agli inciampi etici anche se non sanzionati dal diritto positivo.

Senza sottovalutare il contributo eccezionale del piano di riforme economiche e sociali noto come *New Deal*, sembra che sia stata la guerra a far uscire definitivamente gli Stati Uniti dalla Grande Depressione; se è vero, ne avremmo almeno un paio da combattere, anch'esse a livello mondiale, per lasciarci definitivamente alle spalle la Grande Recessione e costruirci un futuro migliore: quella per lo sviluppo socio-economico del Sud del mondo e quella per il riequilibrio

dell'ecosistema. In tale ottica piace ricordare, tra le molte iniziative connesse al *New Deal*, l'istituzione del *Civilian Conservation Corps*<sup>23</sup> che dal 1933 al 1942 impiegò oltre tre milioni di disoccupati nella manutenzione e conservazione delle risorse naturali.

È bene che l'attività pubblica – ove abbia effettive valenze meritorie – non sia percepita dalla popolazione (che, salvo defezioni, è anche l'insieme dei contribuenti) come semplice sovrastruttura burocratica e parassitaria. Al riguardo, i *discorsi del caminetto* di Roosevelt, durante la crisi del 1929, hanno fatto scuola: attraverso la radio le parole del presidente arrivarono direttamente nelle case ed al cuore dei cittadini, facendo sentire le istituzioni partecipi e coinvolte (laddove spesso le difficoltà d'una nazione occasionano discorsi meramente demagogici in cerca di consensi politici), disponibili a supportare il liberismo economico con interventi pubblici e normativi del mercato, tendenti a compensarne le debolezze intrinseche. Anche le istituzioni dei nostri attuali Stati democratici dovrebbero orientarsi a maggior dialogo e trasparenza, in particolare in ordine alle scelte economiche e sociali ed all'utilizzo del prelievo fiscale.

Nuove tecnologie stanno modificando rapidamente i rapporti tra i singoli e tra i popoli e la trasversalità avanza sulle ali della globalizzazione economica, dei *social network*, dell'*e-commerce*, della rete internet e dei motori di ricerca. Nell'affrontare il tema delle criptovalute non ci si può limitare alle perplessità d'ordine etico connesse all'attuale anonimato di emittente e detentore, nonché dei soggetti e dell'oggetto delle transazioni che, sfuggendo a fisco e controlli di legittimità, le rendono appetibili alla grande evasione ed alla criminalità internazionale.

---

<sup>23</sup>Rif.to: <https://www.nps.gov/hfc/services/library/ccc.cfm>

Scrutando il futuro è visibile, anche ad occhio nudo, una costellazione di grandi entità algoritmiche dai nomi noti, ma con potenzialità aggregate inquietanti: *artificial intelligence, cryptocurrency, e-commerce, social network, software house, web search engine*. Insieme possono costituire globalità pseudoculturali e commerciali di enorme potere politico-economico, trasversali alle sovranità nazionali, ma in grado di battere moneta, seppur virtuale<sup>24</sup>, e di affievolire identità culturali e poteri fiscali, lasciando agli Stati l'onore ed il grandissimo onere della territorialità<sup>25</sup>.

4. La conclusione, a fine XVII legislatura, dei lavori della Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario<sup>26</sup> ha occasionato un dibattito che si presta a qualche riflessione etica. Rainer Masera ebbe modo di sottolineare come “il binomio banca-etica sia spesso considerato irrealistico.

---

<sup>24</sup>In tal caso non soltanto l'organizzazione emittente sarà in chiaro, ma la stessa potrebbe offrire un servizio di verifica di singoli 'passaggi di mano' di ogni cripto valuta sin dalla data della sua emissione; al riguardo si evidenzia infatti che la circolazione anonima è caratteristica immodificabile solo per la moneta tradizionale.

<sup>25</sup>La generica elencazione, finalizzata ad un'ipotesi astratta di convergenza d'intenti, non intende costituire riferimento alcuno ad esistenti realtà imprenditoriali di grandi dimensioni (quali, ad esempio, Bitcoin e le cd. “big five” Apple, Amazon, Google, Facebook e Microsoft) nelle quali si è soliti identificare alcune delle 'entità algoritmiche' sopra singolarmente specificate.

<sup>26</sup>In conformità alle indicazioni contenute nell'art. 3 della legge istitutiva n. 107 del 12 luglio 2017, la Commissione aveva il compito di verificare (con particolare riguardo, come previsto all'art. 1, alla tutela dei risparmiatori): a) gli effetti sul sistema bancario italiano della crisi finanziaria globale e le conseguenze dell'aggravamento del debito sovrano; b) la gestione degli istituti bancari che sono rimasti coinvolti in situazioni di crisi o di dissesto e sono stati o sono destinatari, anche in forma indiretta, di risorse pubbliche o sono stati posti in risoluzione; c) l'efficacia delle attività di vigilanza sul sistema bancario e sui mercati finanziari poste in essere dagli organi preposti, in relazione alla tutela del risparmio, alla modalità di applicazione delle regole e degli strumenti di controllo vigenti, con particolare riguardo alle modalità di applicazione e all'idoneità degli interventi, dei poteri sanzionatori e degli strumenti di controllo disposti, nonché all'adeguatezza delle modalità di presidio dai rischi e di salvaguardia della trasparenza dei mercati; d) l'adeguatezza della disciplina legislativa e regolamentare nazionale ed europea sul sistema bancario e finanziario, nonché sul sistema di vigilanza, anche ai fini della prevenzione e gestione delle crisi bancarie”.

Eppure non dovrebbe essere così, dato che l'esistenza di norme precise e rigorose non è sempre sufficiente a prevenire gli abusi" perché, com'è d'ogni altra attività umana, "anche quella creditizia e finanziaria esige un approccio animato e guidato da un preciso riferimento etico"<sup>27</sup>. "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito"<sup>28</sup>, questo il dettato costituzionale messo alla prova dagli effetti della crisi finanziaria globale originata negli Stati Uniti da operazioni di cartolarizzazione dei mutui *sub-prime*. L'adozione di provvedimenti tendenti a garantire una maggiore liquidità per le banche non sempre ha assicurato una loro più generale attenzione e sostanziale propensione all'esercizio del credito. Tra le banche in difficoltà oggetto di indagine<sup>29</sup>, non ve n'è stata una travolta dal mare tempestoso della crisi per essersi 'imprudentemente' attardata a soccorrere, attraverso il credito, le minuscole imbarcazioni di artigiani e piccoli imprenditori. Tutte, invece, hanno riportato danni dal contesto negativo per inefficienze di capitani ben poco coraggiosi, impegnati a salvare, col deludente esito decretato dagli eventi, la loro nave e le loro prerogative attraverso politiche del credito tanto inadeguate quanto rischiose.

In merito all'indagine sull'aggravamento del debito sovrano a causa della crisi finanziaria globale, il Governatore della Banca d'Italia ebbe a dichiarare che

---

<sup>27</sup>Cfr. P. LANZARINI, *Etica e responsabilità sociale della finanza bancaria*, Fondazione Nomisma-Terzo settore, ottobre 2003, p. 2.

<sup>28</sup>Cfr. Costituzione della Repubblica Italiana, Art. 47, primo comma.

<sup>29</sup>Monte dei Paschi di Siena (MPS), Banca Popolare di Vicenza (BPVI), Veneto Banca (VB), Banca delle Marche (BM), Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio (BPEL), Cassa di Risparmio di Ferrara (CariFerrara), Cassa di Risparmio di Chieti (CariChieti); questi gli istituti bancari indagati per situazioni di crisi/dissesto o destinatari, anche in forma indiretta, di risorse pubbliche ovvero posti in risoluzione. Senza tali specifiche restrittive il perimetro di potenziale investigazione sarebbe stato ben più vasto. Si noti che, nel 2007, quando la crisi finanziaria internazionale ancora non interessava l'Italia, i sette citati istituti non palesavano particolari difficoltà.

“nel complesso queste crisi hanno richiesto allo Stato italiano interventi che hanno comportato un costo di gran lunga inferiore rispetto a quello sostenuto da altri paesi europei [...] nonostante che da noi la caduta dell’economia reale sia stata ben più grave che in altri paesi”<sup>30</sup>. Nello spirito di quel particolare riguardo alla tutela dei risparmiatori, legislativamente previsto per i lavori della citata commissione, non ci si può esimere dall’evidenziare che, oltre allo Stato, molte migliaia di piccoli risparmiatori hanno sopportato direttamente il peso della crisi perdendo i propri risparmi investiti in azioni e obbligazioni subordinate delle banche.

Nel santuario della *mala gestio* della politica italiana, il cui non invidiabile tesoro è rappresentato da un debito sovrano che complessivamente, nel 2017, ha oscillato intorno ai 2250/2300 miliardi di euro, il sacrificio di quei risparmiatori – obolo forzatamente indotto da banche in crisi su tutto fuorché nell’avidità – è stato altissimo, per molti di loro del tutto simile, nell’entità personale, a quello della *vedova al tempio*<sup>31</sup> d’evangelica memoria.

In particolare, in ordine all’impresa commerciale ‘banca’, si ritiene che la crisi abbia evidenziato la necessità di norme contrattualistiche, ulteriori rispetto a quelle vigenti, supportate da un serio codice etico concordato con gli *stakeholder* e da un comitato di garanzia, che impegnino CdA, *top management* e dipendenti, consentendo di resistere a pressioni ed ordini inappropriati.

Restando in tema di etica in finanza, ma con riferimento a quella pubbli-

---

<sup>30</sup>Nella medesima audizione il Governatore Visco precisava: “Alla fine del 2016, l’impatto sul debito pubblico delle misure di sostegno ai settori finanziari nazionali ammontava a 227 miliardi in Germania (il 7,2 per cento del PIL tedesco), a 101 nel Regno Unito (4,3 per cento), a 58 in Irlanda (22 per cento), a 52 in Spagna (4,6 per cento), a 33 in Austria (9,5 per cento), a 23 nei Paesi Bassi (3,2 per cento); la media per l’area dell’euro era pari al 4,5 per cento del prodotto. In Italia l’impatto è attualmente stimato in circa 13 miliardi, lo 0,8 per cento del PIL”.

<sup>31</sup>Cfr. *Vangelo* secondo MARCO in 12,41-44, ripreso da LUCA in 21,1-4.

ca, stupisce che, analizzato l'aggravamento del debito sovrano<sup>32</sup> indotto dalla crisi finanziaria, non si sia mai indagato, con pari determinazione, sull'aggravamento del debito sovrano *tout court*, lievitato nel tempo per somme ben maggiori e per cause meno evidenti della Grande Recessione. Al riguardo, Bastasin suggerisce l'istituzione d'una commissione bipartisan permanente per la riduzione di tale debito<sup>33</sup>, in definitiva una sorta di 'Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria'<sup>34</sup> ad uso di politici e governanti.

5. In questa sede ci si domanda quale etica implementare nelle macchine *learning* piuttosto che come farlo tecnicamente. Dal portare a compimento questo esercizio, in modo interdisciplinare ed in ottica applicativa, potranno derivare significativi passi avanti nella dottrina dell'etica ed un rinnovato interesse alla stessa, principalmente in ambito finanziario, l'unico – tra quelli più sensibili alle problematiche di filosofia morale (economico in generale, bioetico ed ecologico) – che già si è consegnato totalmente alla elaborazione dei dati, talché se

---

<sup>32</sup>Al quale potrebbe correlarsi, per influssi negativi sullo spread Btp-Bund ed un doppio *downgrade* subito dall'Italia, una duplice ipotesi di manipolazione informativa del 2011, indagata dalla Commissione e in atti processuali della Procura della Repubblica di Trani, da parte di Deutsche Bank AG prima ed a carico dell'agenzia di rating Standard & Poor's dopo. Circa l'eventuale necessità d'una agenzia di rating europea pubblica ed operante su scala mondiale, ipotizzata da più parti quando la crisi finanziaria ha investito l'Europa; si veda G. DI GIORGIO, Editoriale: *Serve un'agenzia di rating europea?* Rivista Bancaria – Minerva Bancaria, luglio-agosto 2013, n. 4 pp. 3-5 (in formato elettronico su <http://rivistabancaria.it/rb-rivista-bancaria/serve-un-agenzia-di-rating-europea>).

<sup>33</sup>Carlo Bastasin è Senior Fellow della LUISS School of European Political Economy; la proposta di una commissione o comitato di vigilanza bipartisan presieduta dall'opposizione è parte d'una sua ipotesi di strategia per la riduzione del debito pubblico illustrata in "LUISS OPEN" alla pagina web:<http://open.luiss.it/2017/12/30/idea-per-il-2018-cosi-litalia-puo-ridurre-il-debito-pubblico-in-tre-semplificazioni>.

<sup>34</sup>Istituito il 3 agosto 2017 con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di concerto con quello dell'istruzione, dell'università e della ricerca e con il Ministro dello sviluppo economico, ha il compito di promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione ed educazione finanziaria tra i cittadini.

d'incanto sparissero tutti i file che tengono conto e memoria della finanza, personale e non, di risparmi, investimenti, transazioni e possesso dematerializzato di azioni, obbligazioni... (non si riesce a trovare parole adeguate da far seguire ai puntini).

La possibilità che la dottrina possa trarre vantaggio dai tentativi di applicazione pratica dell'etica alle macchine riposa sull'esigenza tecnica di andare oltre la dialettica connessa alle diverse interpretazioni dell'etica nella storia della filosofia; le dottissime ed ammirevoli argomentazioni che la riguardano sembrano non differire esclusivamente per prospettiva d'approccio ma, in varia misura, nella sostanza, tanto che una ricomposizione ad unità del concetto e della teoria dell'etica, ove non ci si limiti alla scelta della definizione, comporta un certo grado di indeterminatezza. Quest'ultima può essere interessante occasione di dissertazione tra i cultori della materia, ma è di nessuna utilità, anzi preclusiva, per chi attende che i principi etici siano tradotti in regole comportamentali chiare ed univoche, pertanto molto simili a norme di diritto positivo, al fine di poterli implementare nell'algoritmo.

Peraltro, il tentativo di porre argini etici al percorso *learning* della macchina potrebbe riguardare aspetti diversi, in relazione a culture ed etnie differenti, salvo l'esigenza, per operatività a carattere internazionale, d'un massimo comun denominatore etico che di massimo, senza una forte dose di buona volontà, avrebbe ben poco.

Allo stato attuale del progresso tecnologico la convergenza interdisciplinare tra filosofia, diritto ed informatica per la predisposizione di norme e regole comportamentali destinate al *machine learning* non potrebbe trasformarsi in una 'pozione magica' che consenta ad un algoritmo senza sensibilità, ingenuità

ed emozioni, di sostituirsi al giudizio ed alla coscienza dell'uomo<sup>35</sup>. Ove forme evolute di *artificial intelligence* ci avvicinassero a tale eventualità<sup>36</sup> ci si troverebbe di nuovo davanti a quell'albero, posto al centro del giardino dell'Eden, per cogliere lo stesso frutto della conoscenza del bene e del male, ma questa volta per un elaboratore 'intelligente', per una macchina pensante e calcolatrice che mai potrà essere redenta.

Ormai da tempo si sono rarefatti i confronti di potenzialità operativa tra uomo e macchina in ambito bancario: la stretta proceduralizzazione del lavoro umano ne ha reso intuitivi i risultati e ha accelerato grandemente i processi di digitalizzazione.

6. Nel redigere questo scritto ci si è attardati in ricerche ed approfondimenti su molti aspetti dell'etica e della finanza, ma non tutti hanno trovato un compiuto riscontro in un così breve lavoro poiché sintetizzarli in poche pagine sarebbe stato come costruire un indice ragionato, spendendo qualche frase per

---

<sup>35</sup>“La lettura dei romanzi e delle poesie è sempre ingenua e non scettica, perché parte da un processo mimetico ingenuo, da una esperienza di immedesimazione che è la stessa che il giudice dovrà ripetere in un dibattito. Ogni giudizio è questa opera di immedesimazione ed estraneazione che concilia la singolarità e l'universalità. Ecco perché gli algoritmi non potranno mai sostituirsi ai giudici (come è illusione coltivata dai meccanici sostenitori della rivoluzione informatica e delle magnifiche sorti e progressive della c.d. giustizia predittiva)”. Cfr. G. MONTEDORO, *Giustizia poetica*, 6/02/2018 in [www.apertacontrada.it/2018/02/06/giustizia-poetica/2/](http://www.apertacontrada.it/2018/02/06/giustizia-poetica/2/).

<sup>36</sup>Elon Musk, in un convegno con i governatori degli Stati Uniti, ha invitato i legislatori ad essere proattivi, stabilendo al più presto regole certe in materia di AI: “Se ci limiteremo a essere reattivi nella regolamentazione delle AI temo che sarà già troppo tardi” poiché quella tecnologia “rappresenta un rischio fondamentale per l'esistenza della civiltà”. Rif.to: <https://www.theverge.com/2017/7/17/15980954/elon-musk-ai-regulation-existential-threat>.

Jürgen Schmidhuber, considerato uno dei padri dell'intelligenza artificiale, ha affermato, in ordine ai tempi di realizzazione, che “entro i prossimi 30 anni, se la tendenza non si interrompe, avremo dispositivi computazionali piuttosto economici che avranno tante connessioni quanto quelle del cervello umano, ma saranno più veloci”. Rif.to: <https://futurism.com/father-artificial-intelligence-singularity-decades-away/>

ogni item.

L'alternativa è stata quella di focalizzarsi su poche tematiche, malgrado l'etica, pur comprimibile al pari d'un gas, come quello è pronta ad espandersi non appena l'argomentare su di lei gliene lasci la possibilità. Indocile al guinzaglio, è parente strettissima della libertà ed a seguirla s'eviterebbero i lacci, provenienti dal tiro incrociato d'una pluralità di fonti, di molte norme pseudotecniche di segnaletica comportamentale e ridondanti regolamentazioni che, svilendo le migliori qualità dell'uomo, ne mortificano il confronto con le macchine, spingendolo verso la via inesplorata della singolarità<sup>37</sup>.

L'approfondimento degli argomenti specifici che qui hanno avuto la sorte di esemplificare la vastità della materia è stato svolto con coinvolgente impegno, ma anche col cuore, malgrado il contesto applicativo sembri richiamare ad una lucida freddezza: sono le correlazioni socio-economiche e non l'immotivatamente ostentata capacità predittiva che nella finanza, vista da una prospettiva etica, affascina.

Il succedersi delle brevi riflessioni proposte parrà difettare di metodo, ma indagare la grandiosità dell'etica con il naso all'insù, tanta curiosità e progressivo stupore, senza badare a seguire percorsi pre-tracciati o piani di lavoro in forma di scaletta, potrebbe essere – seppur eccezionalmente, ce ne si rende conto – un approccio consentibile. Certamente è tra quelli più utili a patrimonializzare con immediatezza concetti chiave, lasciando al contempo aperta, anzi

---

<sup>37</sup>Fase d'accelerazione esponenziale del progresso tecnologico in grado di determinare un salto qualitativo delle intelligenze artificiali tale da cambiare radicalmente il mondo a noi noto. Un classico sull'argomento è KURZWEIL, *La singolarità è vicina*, Apogeo Education, Milano, 2013, saggio del 2005 ove si sostiene la tesi – di cui si auspica la fondatezza – che la ribellione delle macchine contro l'uomo rimarrà fantascienza.

spalancata, la porta al proseguire della ricerca personale. In ordine all'applicazione pratica dei principi etici, fortunatamente non è necessario essere professori di filosofia morale per adottarli nell'agire, anche in ambienti difficili come quello finanziario. Può esser sufficiente, a grandi linee, un comportamento che non rifugga dalle responsabilità e che, sorretto da una retta coscienza, possibilmente allenata al bene ed alla solidarietà, contemperi la propria con l'altrui libertà e l'interesse personale con quello sociale. Nell'intermediazione finanziaria i lampioni che, quando serve, illuminano la strada sono la trasparenza, la correttezza e una sana e prudente gestione delle attività; la luce che fanno è più che sufficiente. Conforta sapere che perseguire il bene per prassi non è una prerogativa dei cultori dell'etica: triste sarebbe il solo supporre che per sperare nel paradiso sia necessario studiare teologia. Tuttavia riflettere sull'etica ed approfondirne i principi, seppur impegnativo, è piacevole; anche fino a perdersi nei ragionamenti e poter dire con il poeta "il naufragar m'è dolce in questo mare".

**Alessandra Quartarone**