

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

Supplemento n. 3 al n. 1/2022

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Direzione Scientifica

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

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

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

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

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

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

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

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, F. Moliterni

TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Pubblicazione degli atti del Convegno

“La Supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive” tenutosi il 17
e il 18 giugno 2022 presso l’Isola di Capri e organizzato
dall’Università degli Studi di Napoli “Parthenope”*

A cura di Diego Rossano

*Convegno di presentazione del PRIN 2020 dal titolo "*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*" (Prot. 2020SMP7A7, *Principal Investigator*: Diego Rossano).

INDICE

DIEGO ROSSANO – <i>Presentazione</i> (Introduction).....	1
FILIPPO SARTORI – <i>Vigilanza di tutela e trasparenza</i> (Protection supervision and transparency).....	2
LUCIA PICARDI - <i>Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato</i> (New perspectives in investment solicitation and market regulation)....	32
VALERIO LEMMA - <i>Quali controlli per le valute virtuali?</i> (How can cryptocurrencies be controlled?).....	52
ANDREA SACCO GINEVRI - <i>Divagazioni su corporate governance e sostenibilità</i> (Thoughts on corporate governance and sustainability).....	83
DOMENICO SICLARI - <i>Evoluzioni della funzione di vigilanza sui mercati finanziari: controllo da parte di organismi di diritto privato e potere sanzionatorio</i> (Evolution of the supervisory function on financial markets: control by private law bodies and sanctioning power).....	95
FILIPPO ANNUNZIATA - <i>La supervisione sul mercato dei capitali dopo due crisi: note minime</i> (Capital Markets Supervision after two crises: minimum notes).....	106
MADDALENA RABITTI - <i>Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività</i> (Supervisory rules in the digital market: notes on the Bank of Italy communication on distributed ledger technologies in finance and crypto assets).....	119

COMUNICAZIONI

GIAN LUCA GRECO - <i>Antiriciclaggio “fra pari”: profili critici del Know Your Customer nei rapporti interbancari (“Peer” Anti-Money Laundering: Know Your Customer critical issues in Interbank Relationships)</i>	136
RAIMONDO MOTRONI - <i>I «pagamenti senza moneta»: nuove sfide per la supervisione finanziaria («Payments without money»: new challenges for financial supervision)</i>	163
CARLOTTA GIUSTINIANI - <i>Sostenibilità della governance e forme di supervisione in una prospettiva europea (Sustainability of governance and forms of supervision in a European perspective)</i>	179
ROBERTA LO CONTE - <i>L’adozione dei fattori di sostenibilità nella definizione del modello distributivo e di consulenza assicurativa alla luce dei processi POG (The adoption of sustainability factors in the definition of the insurance distribution model in light of the product oversight and governance processes)</i>	204
CLAUDIA MILLI - <i>Il potere sanzionatorio di Banca d’Italia. La portata dei cambiamenti. Note al provvedimento di Banca d’Italia del 29 luglio 2022 n. 302 (The Bank of Italy’s sanctioning power. The scope of the changes. Commentary on Bank of Italy Provision No. 302 of 29 July 2022)</i>	225
ALESSANDRO VITA - <i>Supervisione sulle criptovalute nella prospettiva di un mercato più trasparente e sicuro (The supervision on cryptocurrencies and the need for transparent and safe market)</i>	238

PRESENTAZIONE

(Introduction)

Questo fascicolo della rivista si pone in linea di continuità con il suppl. n. 1 al fascicolo n. 1/2022 della Rivista, venendo a completare la pubblicazione degli atti di un convegno che si inserisce all'interno delle attività scientifiche programmate nell'ambito del PRIN 2020 dal titolo "*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*".

Si rinvia, pertanto, alla Presentazione del supplemento della Rivista sopra ricordato per una visione d'assieme del contesto giuridico europeo in materia di supervisione finanziaria. Si ribadiscono, in questa sede, i ringraziamenti a tutti i partecipanti per aver aderito all'incontro, i cui esiti, a giudicare dai lavori qui pubblicati, appaiono senz'altro positivi.

Napoli, 7 ottobre 2022

Diego Rossano

VIGILANZA DI TUTELA E TRASPARENZA *

(Protection supervision and transparency)

ABSTRACT: *The aim of this article is to provide a critical and actual overview of the transparency principle, through the analysis of title VI and, in particular, of article 127 of the Consolidated Italian Banking Code (T.u.b.).*

The first issue deriving from the study of sectorial legislation deals with the recognition of the aims of protection rules and supervision. Therefore, the regulation of transparency, as well as the following intervention of sectorial authority, seemed to tend to an efficient synthesis between systemic goals – market competition – and protection ones, concerning the safeguard of the customer position.

The transparency of the contractual conditions and the fairness of the relations with customers, included among the aims of credit authorities' supervision, have finally allowed to address a further profile, connected to the dimension of the remedies. The renewed remedial approach, inspired by the public enforcement of private law, has identified the Banca d'Italia (Bank of Italy) as the main safeguard for the protection of the customer's subjective right. In this sense, the restitution remedy provided for by article 128-ter – enough problematic from the point of view of private law analysis – represents an emblematic response both from the perspective of protection, as well as that of the impact of public power on contractual relationship.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La dimensione domestica della disciplina generale in tema di "trasparenza". - 3. I vertici orientativi della disciplina. - 3.1. *Segue.* Regole di protezione e tutela del diritto soggettivo. - 3.2. *Segue.* Regole del mercato e tutela della concorrenza. - 4. *Private enforcement of public law vs public enforcement of private law:* una diversa prospettiva. - 5. Rimedi di diritto privato e tutela dell'efficienza e della concorrenza del mercato bancario. - 6. Tecniche e

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

misure di vigilanza: analisi di contesto. - 7. Finalità della vigilanza in tema di trasparenza. - 7.1. *Segue.* La vigilanza di tutela. - 8. La vigilanza di tutela come sistema atipico a fattispecie aperta. - 8.1. La tassonomia delle misure di tutela. - 8.1.1. Le misure preventive. - 8.1.2. Le misure restitutorie. - 8.1.3. *Segue.* La ripetizione dell'indebito. - 8.1.4. *Segue.* Il risarcimento del danno; - 8.1.5. *Segue.* Cenni di diritto comparato. - 9. Conclusioni di sintesi.

1. Ogni ordinamento che coltiva l'economia di mercato ha interesse a che l'esercizio dell'impresa sia conforme a determinati obiettivi e regole. Nel bancario questo processo assume storicamente valore programmatico, incidendo direttamente sull'organizzazione dell'impresa e sullo squilibrio del rapporto.

Ogni banca è un'impresa che opera come tale, compie scelte strategiche nell'attività di raccolta ed erogazione, investe capitale proprio e di terzi, si orienta nei diversi segmenti del mercato. Al tempo stesso, l'attività bancaria – per quanto non elevata a servizio pubblico in senso oggettivo – è di “pubblica utilità” e, per l'effetto, puntellata da vincoli funzionali nel segno dell'interesse perseguito.

L'esercizio del potere di impresa è, quindi, regolato in modo conforme agli obiettivi dati e alle regole cardine che orientano gli interventi normativi. In questo contesto, si colloca la disciplina della “trasparenza” (*i.e.* regolamentazione della contrattazione bancaria), sia come sintesi del dato positivo, sia come prisma di analisi dello svolgimento complessivo dell'attività¹. L'intima correlazione tra (disciplina dell'impresa bancaria e (del) contratto viene così a conformare lo statuto

¹ Sin dall'abrogato codice di commercio serpeggiava la consapevolezza tra gli interpreti che le c.d. operazioni di banca, elencate all'art. 3 tra gli atti reputati di commercio, fossero tali quando considerate nel loro complesso e in relazione all'impresa che le esercita. Non è, cioè, il singolo atto che assume rilievo ai fini della disciplina speciale, ma l'insieme di essi, ovvero l'attività esercitata dall'impresa. Più recentemente la prospettiva è stata assunta quale dato ordinante dell'approccio alla materia, fra gli altri, da N. SALANITRO, *Le banche e i contratti bancari*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1983. cui in questa sede può essere senz'altro sufficiente rinviare per i riferimenti storici. Un sensibile “cambio di rotta” nella prospettiva assunta dal formante dottrinale - nel senso cioè di un atteggiamento meno protezionistico per l'operatività delle imprese bancarie - può stimarsi dovuto alla pubblicazione dell'opera *Le operazioni bancarie* (a cura di G.B. PORTALE), Milano, 1978 ss.

delle regole negoziali. In altri termini, gli interessi di sistema diventano vertice orientativo della disciplina dei rapporti privatistici e conferiscono ai contratti bancari una peculiare natura, che si manifesta sotto più versanti discontinua rispetto ai contratti di impresa. Del resto, il mercato bancario² è innervato dai valori costituzionali della tutela del risparmio e della direzione del credito che vengono perseguiti attraverso interventi di difesa e salvaguardia da parte delle autorità creditizie³.

2. Nel costruire un sistema di norme sostanziali complementare al processo di accentramento istituzionale, il *Single Rulebook* ha orientato gli sforzi nella direzione prudenziale e di *governance*: abdicando - con tutte le dovute eccezioni, che sono importanti - a farsi carico della definizione di regole generali in tema di

² Si tratta di una prospettiva comune ai tre “settori” dell’ordinamento finanziario. Per le implicazioni operative mi permetto di rinviare al mio *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della sana e prudente gestione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131 ss. La tematica non si esplica soltanto sul piano della “reazione” che le regole dettate all’impresa producono sui contratti stipulati per l’esercizio della relativa attività, ma investe anche la dimensione propriamente “interna” dell’agire decisionale, interferendo gli interessi di sistema sugli stessi obiettivi che devono perseguire i *managers* dell’impresa bancaria. Sul tema si vedano le brillanti pagine di A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Bari, 2016.

³ Per la verità, il campo operativo delle modalità di esercizio della vigilanza e, così, l’assegnazione dell’ufficio alle autorità sono una parte fondamentale della regolazione del mercato, della sua storia e della stessa costituzione economica del nostro ordinamento. Del resto, le modalità di intervento dell’autorità segnano il cambio di paradigma dallo Stato banchiere allo Stato regolatore, dal “mercato guidato” a quello “regolato”. Spogliato il sistema creditizio dei compiti affidati alla programmazione, il dirigismo economico complessivo e le tecniche di “protezionismo finanziario” cedono a un nuovo disegno di mercato. L’attività bancaria viene così costruita come attività di impresa. Un’impresa che opera oltre i confini nazionali e deve quindi potenziarsi sul piano dimensionale, superando le barriere di specializzazione che rischiavano di comprometterne la competitività su scala internazionale. Il campo operativo evidenzia, poi, una notevole inclinazione per la fuga in avanti con la creazione di un sistema europeo di vigilanza. Con il Meccanismo di Vigilanza Unico, approvato con l’emanazione del Regolamento del Consiglio UE 15 ottobre 2013 n. 1024, è la Banca Centrale Europea destinataria dei compiti di vigilanza prudenziale per le banche più rilevanti dei paesi dell’area euro (*Significant Institutions*: banche con attivi superiori a 30 miliardi di euro ovvero che rappresentino almeno il 2% del PIL del loro paese). Sicché il “nuovo” ordinamento ridimensiona ruolo e funzioni delle autorità creditizie domestiche, quelle disciplinate nel titolo I del TUB: (i) Comitato interministeriale per il credito e il risparmio; (ii) Ministero dell’economia e delle finanze; (iii) ma soprattutto la Banca d’Italia.

trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari⁴.

Il che, per la verità, un po' sorprende. La disciplina della trasparenza delle condizioni contrattuali è, infatti, il veicolo principale per favorire la concorrenza tra operatori e potenziare quindi l'integrazione del mercato. Inoltre, il segnalato legame tra disciplina dell'impresa e del contratto rende improduttivo un approccio normativo idrofugo, che procede su vasi distinti e separati.

Non stupisce, quindi, che sul piano istituzionale sia attribuita alla Banca d'Italia la competenza in materia di trasparenza e correttezza degli intermediari nei rapporti con la clientela. Beninteso, non si fa qui questione del maggiore o minore rilievo che si intende assegnare all'uno o all'altro corpo regolamentare. Né pare potersi dubitare che l'attività esercitata dalla Banca d'Italia rappresenti una componente strategica della supervisione bancaria che si integra con le altre finalità di vigilanza.

⁴ È ben noto, infatti, che il tema della "trasparenza" non si esaurisce nella disciplina domestica. Nell'ultimo decennio la materia dei contratti bancari è stata investita, a macchia di leopardo, dall'introduzione di normative europee riguardanti specifici clienti, servizi e prodotti. Vero è che a guardare il "nuovo" titolo VI ne esce un dipinto *pointillisme*, caratterizzato da "trasparenze" a gradazioni variabili non sempre coordinate tra loro (A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.* 2014, I, 377 ss). Su questo asse si collocano, senza pretese di completezza, la Direttiva del 23 aprile 2008 n. 48 (*Credit Consumer Directive*, anche nota come CCD) relativa ai contratti di credito ai consumatori, la Direttiva n. 2014/17/UE del 4 febbraio 2014 (c.d. *Mortgage Credit Directive*), la Direttiva 2007/64/CE (c.d. "PSD"), la Direttiva 23 luglio 2014, n. 92 (*Payment Account Directive*, PAD). Il difetto di un approccio olistico ha, così, favorito la stratificazione di un "insieme variegato di norme", sia di origine nazionale che europea, di non facile coordinamento.

Nella prospettiva dell'indagine, va però rimarcato che la "trasparenza" di matrice europea è consumeristico-centrica e si limita a disciplinare lo specifico rapporto "professionista-consumatore". Il che lascia una certa insoddisfazione. È nel sentire comune che il consumatore, proprio per il ruolo che riveste nella filiera del mercato, sia contraente "debole", e come tale bisognoso di una protezione giuridica più accentuata. A guardare però dalla prospettiva del mercato bancario, non pare che la protezione più intensa della domanda (: acquisto di prodotti bancari) debba indirizzarsi verso questa sottospecie di clientela. Non solo, come è stato notato in letteratura, perché così si favorisce il miglioramento della qualità dei prodotti (A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, *passim*), ma anche (e soprattutto direi) perché l'atto del "consumo" si realizza qui in ipotesi ben più vaste rispetto a quelle ipotizzate dal legislatore. Il che rende la distinzione "professionista-consumatore" inadeguata al settore, nonché decisamente spuntata rispetto all'obiettivo primario: quello cioè di reagire ai "fallimenti di mercato" dovuti alla presenza di vibranti asimmetrie *cognitive*. Ciò detto, si può dunque affermare che la disciplina generale della trasparenza vive all'ombra del diritto nazionale.

Il riscontro è diverso, di metodo cioè. Abbandonata l'idea del contratto (bancario) come mero strumento di regolamentazione di interessi privati, l'intervento del legislatore in materia, come condotto soprattutto nelle diverse discipline di settore dei Paesi membri, è venuto a irrompere sul mercato del credito, incidendo più in generale sugli equilibri e le coordinate di riferimento del sistema. Se dunque la scelta di indirizzo è quella di un mercato unico, la frammentazione normativa delle negoziazioni dei prodotti bancari incoraggia fenomeni di "arbitraggio regolamentare", favorendo quegli ordinamenti soggetti a regole meno restrittive. A parte questo, va poi osservato che la disciplina della trasparenza viene ad infrangersi con quella in tema di requisiti organizzativi e sistema dei controlli interni. Come è comprovato dall'emanazione delle norme in materia di *Product Oversight Governance* (POG), adottate in attuazione degli orientamenti EBA sui "Dispositivi di governance e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio". Che incidono e rafforzano (sul)le disposizioni in materia di correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti, nella misura in cui i prodotti bancari devono essere progettati e commercializzati in coerenza con gli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche di clientela alle quali sono destinati ("*target market*").

3. Per meglio orientare le note che seguono, conviene ricordare che la contrattazione bancaria riceve una prima attenzione con la proposta di legge Minervini del 1986⁵, che getta il germe delle riforme prossime. All'enunciazione della proposta ha fatto seguito una vibrante corrente culturale che inizia a soffiare incisiva nella duplice direzione di (i) un più "equo e moderno regolamento del contratto bancario" e di (ii) una "maggiore efficienza del mercato del credito"⁶. È

⁵ La relazione di accompagnamento e il testo normativo sono pubblicati insieme, tra l'altro, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, I, 713 ss.

⁶ V. in particolare A. NIGRO, *Operazioni bancarie e parità di trattamento*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1987, I, 6 ss. L'importanza del passaggio culturale, inteso come "momento di svolta verso il nuovo ordinamento bancario" è condivisibilmente sottolineata con forza da R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 4 ed., 72.

proprio sulle tracce di queste direttive che si vengono a delineare i due vertici orientativi della disciplina della trasparenza.

3.1. Il primo indirizzo muove dall'assunto che la posizione "relazionale" tra cliente (domanda) e banca (offerta) è segnata da una oggettiva e istituzionale disparità di posizione. Da qui la necessità di introdurre un peculiare regime di tutela, di protezione del cliente a cui spesso sfugge il contenuto e la forza normativa ed economica delle clausole negoziali. Con l'emanazione della legge 17 febbraio 1992, n. 154 recante "Norme per la trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari" si registra il primo intervento organico a favore del riequilibrio della relazione contrattuale attraverso una serie di correttivi, di regole di protezione che tosto confluiscono nel Testo Unico Bancario. Da questa prospettiva, lo statuto della trasparenza introdotto dal TUB si sviluppa su un territorio di latitudine ampia che spazia da: obblighi di comunicazione alla clientela dei tassi di interesse, prezzi e altre condizioni economiche relative alle operazioni e ai servizi offerti, compresi gli interessi di mora e le valute applicate per l'imputazione degli interessi; doveri di pubblicizzazione del tasso effettivo globale medio delle operazioni di finanziamento, fermo il divieto di rinvio agli usi, nonché degli indicatori sintetici di costo; regole in tema di forma (scritta) e contenuto minimo del contratto, con la previsione di una "nullità relativa" o "di protezione", che può essere fatta valere solo dal cliente; regole in tema di modifiche unilaterali delle condizioni (sfavorevoli) economiche e normative dei contratti (*ius variandi*) e di comunicazioni periodiche alla clientela; disciplina della decorrenza delle valute e di calcolo degli interessi composti sia creditori che debitori. Le norme secondarie completano ed integrano la normativa primaria con efficacia vincolante in forza di una facoltà espressamente prevista dalla legge⁷.

⁷ Così, invero tardivamente, viene emanata la delibera 4 marzo 2003 del CICR (successivamente modificata con due Decreti Ministeriali, rispettivamente 3 febbraio 2011 e 29 settembre 2016)

Senza entrare nel merito della disciplina, quello che qui va rimarcato è che le “regole di protezione” guardano alla singola fattispecie contrattuale e sono funzionali a proteggere il principio di libertà di autodeterminazione negoziale, attraverso interventi di reazione alla disparità di posizione delle parti. La preoccupazione di una “mancanza di parità delle armi” (*Waffengleichheit*) determina una tutela del cliente in funzione soggettiva. Nel contesto della fattispecie ciò che rileva è il rapporto di “forza contrattuale”, che viene ad essere ridefinito dal legislatore (o meglio che ambisce a ridefinire) in termini di bilanciamento. Insomma al cliente “debole” va attribuito un po’ di potere in più e al cliente “forte” va dato un po’ di potere in meno.

A guardare il bene giuridico tutelato da questa prospettiva, quella bilaterale insomma, viene a rilevare l’interesse del singolo contraente, la sua utilità, il suo diritto soggettivo.

3.2. Il secondo indirizzo muove da un assunto tanto intuitivo quanto gravido di conseguenze: nel bancario la dimensione dell’autonomia contrattuale (*ie* del

recante, appunto, la “Disciplina della trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari”. Il provvedimento si articola in cinque sezioni e introduce molteplici regole di protezione che incidono in tutte le fasi della relazione contrattuale. Prima della stipulazione del contratto il cliente ha diritto di ottenerne una copia completa per una ponderata valutazione del contenuto, senza che ciò impegni le parti alla conclusione (art. 8). Il contratto-atto diviene veicolo di informazioni nella misura in cui ad esso è unito un documento di sintesi delle principali condizioni contrattuali e, nei casi previsti dalla Banca d’Italia, l’“Indicatore sintetico di costo” (ISC) comprensivo degli interessi e degli oneri che concorrono a determinare il costo effettivo dell’operazione (art. 9). Viene attribuito al cliente un diritto di recesso dai contratti a tempo indeterminato, escludendosi in linea generale il pagamento di spese, ecc. Viene, inoltre, emanato dalla Banca d’Italia il Provvedimento 25 luglio 2003, confluito nel Titolo X delle Istruzioni di vigilanza per le banche in tema di Trasparenza delle operazioni e dei servizi degli intermediari finanziari ed entrato in vigore il 1° ottobre 2003. Nel tentativo di dare sistematicità alla materia, soggetta a rilevanti cambiamenti nel lustro successivo all’emanazione del provvedimento, l’Autorità in data 29 luglio 2009 ha emanato un corpo organico di norme attuative: “Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”. Sul piano del contenuto, il provvedimento apporta una regolamentazione uniforme occupandosi, nei dettagli, delle diverse fasi del rapporto contrattuale in tutte le sue manifestazioni: pubblicità preventiva finalizzata alla comparazione e informazioni precontrattuali (sez. II), contenuto e forma dei contratti (sez. III), comunicazioni periodiche, variazioni contrattuali e richiesta di documentazione (sez. IV), tecniche di comunicazione a distanza (sez. V).

diritto soggettivo) non può costituire l'epistilio su cui poggiare la costruzione dell'"ordine del mercato". La complessità degli interessi in giuoco e la natura massiva e standardizzata dell'operatività inducono a guardare anche in altri luoghi rispetto a quelli idonei a favorire un bilanciamento del rapporto di "forza contrattuale" tra le parti. Il *need of protection* della clientela vive importanti funzioni oggettive che vanno oltre la repressione dell'abuso⁸. Ed è proprio sulla sponda delle relazioni di mercato che si muove, innanzitutto, la disciplina *antitrust*. Il 10 ottobre 1990, viene emanata la legge n. 287 ("Norme per la tutela della concorrenza e del mercato") volta a tutelare il diritto di iniziativa economica, contrastando intese, abusi di posizione dominante e concentrazione di imprese. La concezione sezionale dell'ordinamento bancario e l'idea che lo stesso non potesse essere assoggettato alla normativa *antitrust*, alla luce della stabilità del sistema, cedono presto il passo all'interesse alla tutela della concorrenza.

Ma a ben considerare, è proprio la disciplina della trasparenza che viene a comprendere dentro di sé oltre il tema dell'equilibrio contrattuale, pure quello dell'efficienza dell'impresa e della concorrenza del mercato. Due prospettive che finiscono ben presto per rivelarsi complementari. Da questo angolo visuale, un riscontro tangibile si ricava dall'art. 127 TUB che impone alle autorità creditizie che esercitano i poteri di vigilanza previsti dal titolo VI, per l'appunto, di avere riguardo (i) alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario, nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia; (ii) alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con la clientela (cfr. *infra*).

L'intera disciplina del Titolo VI è così pensata (anche) per correggere le inefficienze del mercato (cc.dd. *market failures*), le deformazioni rispetto alla "concorrenza perfetta". La stessa normativa di vigilanza, se guardiamo alle finalità

⁸ A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole.*, cit., spec. 39 ss.

dichiarate, è chiarissima nel tracciare gli obiettivi della disciplina: “[I]a disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari persegue l’obiettivo, nel rispetto dell’autonomia negoziale, che siano resi noti ai clienti gli elementi essenziali del rapporto contrattuale e le loro variazioni, favorendo in tal modo anche la concorrenza nei mercati bancario e finanziario”. Del resto, si viene a puntualizzare, “[i]l rispetto delle regole e dei principi di trasparenza e correttezza nei rapporti con la clientela attenua i rischi legali e di reputazione e concorre alla sana e prudente gestione dell’intermediario” (sez. I, 1.1.)⁹.

Diviene allora corretto sostenere che nell’intenzione del legislatore la protezione del cliente passa per il medio del mercato, ché con l’imposizione dei predetti obblighi si persegue il fine di garantire alla clientela, in tutte le fasi del rapporto contrattuale, di valutare le condizioni del prodotto, la loro competitività sul mercato europeo. È interessante notare che la disciplina della trasparenza assume un ruolo di sintesi e di garanzia direttamente inerenti – non già soltanto ad assetti afferenti il rapporto tra parti private, ma – la funzionalità generale del modello di mercato. Lo statuto contrattuale favorisce la realizzazione di valori di sistema e mira a correggere le inefficienze, assurgendo a tecnica di regolazione del mercato.

⁹ Provvedimento Banca d’Italia 29 luglio 2009 e succ. mod. “Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari”. Una disciplina che si estende anche alle procedure organizzative e di controllo interno che gli intermediari devono adottare per assicurare correttezza dei comportamenti in tutte le fasi della relazione con la clientela. Si viene così a legare inscindibilmente l’esercizio dell’attività all’organizzazione dell’impresa. Che, nella concretezza del riscontro, deve presidiare ed assicurare: la comprensibilità dei prodotti offerti da parte della clientela cui sono destinati e la loro conformità alla legge; la conformità della documentazione predisposta alle disposizioni e ai principi previsti dal titolo VI; l’affidabilità delle pratiche di commercializzazione dei prodotti, avendo riguardo anche alla professionalità e alla struttura degli incentivi degli addetti alla rete vendita e all’offerta contestuale di più contratti; la quantificazione dei corrispettivi, quando è previsto che essi non possano superare le spese sostenute; il rispetto delle iniziative di autoregolamentazione; la tempestiva restituzione ai clienti delle somme indebitamente percepite dall’intermediario; infine l’efficace e tempestivo trattamento dei reclami. Data una simile impostazione, come si vede, le considerazioni sopra svolte intorno alla dimensione del sinallagma contrattuale, alla dotazione patrimoniale-organizzativa dell’impresa e al rapporto con la concorrenza del mercato non appaiono più come un volo pindarico sulle ali della riflessione teorica, venendo a restituire concretezza alle categorie concettuali delineate.

Per chiudere il cenno al profilo dommatico del tema, va rilevato come da questa diversa prospettiva il bene giuridico protetto si identifichi nella (libertà di) concorrenza del mercato in senso oggettivo e non, per converso, nell'interesse individuale del singolo.

4. Il bene giuridico tutelato influenza e definisce le tecniche di reazione predisposte dall'ordinamento giuridico.

Seguendo questa sponda, la dimensione del "diritto soggettivo" ci indirizza verso un apparato rimediabile di diritto privato. Il primo obiettivo che l'ordinamento intende raggiungere è quello di apprestare "adeguato" ristoro per le perdite subite dalla clientela a causa di una condotta antiggiuridica dell'impresa bancaria. L'idea di compensare il cliente pregiudicato per le perdite subite (*alterum non laedere*), una volta esclusa la praticabilità del rimedio specifico, è connaturata alla stessa disciplina delle obbligazioni che rispettivamente all'art. 1218 c.c. e all'art. 2043 c.c. collegano all'inadempimento (di obbligazioni, appunto) e al "danno ingiusto" il risarcimento del danno. Tale impostazione affonda le radici nei principi di giustizia commutativa di aristotelica memoria. In alcune circostanze, la tutela del singolo contraente è anche assicurata in forma incondizionata, come nell'ipotesi della disciplina della vessatorietà, ma la questione di fondo non cambia. L'ordinamento reagisce alla lesione di un diritto soggettivo e ha quale obiettivo primario la tutela del singolo nel contesto della fattispecie.

Per converso, la dimensione della tutela del mercato bancario in senso oggettivo ci orienta verso un regime di "vigilanza" sanzionatorio a trazione pubblicistica, di *public enforcement*, che un modello di mercato efficiente incrementa il benessere generale. La politica repressiva fondata sugli illeciti amministrativi accertati dalla Banca d'Italia mira esattamente a garantire effettività ai precetti giuridici in materia di trasparenza, attraverso la sua funzione di prevenzione e di repressione delle violazioni. L'inerenza delle esternalità negative

agli interessi pubblici oggetto di turbativa, del resto, sembra confermare la riconducibilità delle “sanzioni” amministrative nell’ambito di una tecnica più generale volta a correggere lo scollamento tra benefici privati e costi sociali. Si tratta di una tecnica normativa orientata a realizzare un disegno di controllo sociale delle condotte delle banche nel mercato.

La dicotomia brevemente tracciata riflette la distinzione sostanziale tra diritto privato e pubblico ed affonda le radici in una tradizione secolare, che ha caratteri molto formali. In verità, a guardare dall’angolo delle tecniche di attuazione delle situazioni giuridiche richiamate la visione tradizionale offerta dalla teoria generale si infrange, nel contesto del bancario, da una parte con le punte più avanzate della giurisprudenza pratica e teorica, dall’altra con le profonde modifiche legislative inerenti le funzioni e gli obiettivi dell’attività di vigilanza.

Sul primo fronte, la questione si lega a una rinnovata concezione della tutela civile, che da strumento di realizzazione coattiva delle situazioni soggettive del singolo diventa una potente tecnica di controllo sociale delle condotte e, come tale, idonea a incrementare il benessere generale. La questione del *private enforcement*, così impostata, richiama, in termini generalissimi, il tema delle “sanzioni”, da intendersi come prezzi impliciti che si accompagnano ai comportamenti degli individui. La struttura della tutela civile contribuisce, insomma, ad assicurare effettività ai precetti giuridici in tema di trasparenza, attraverso la sua funzione di dissuasione e quindi di controllo sulla condotta delle imprese bancarie.

Sul secondo fronte - quello della vigilanza, del *public enforcement* - si registrano le novità più significative. La ridefinizione dei poteri di intervento della Banca d’Italia si muove in una direzione che incide sul piano dei rapporti contrattuali, delle obbligazioni tra banca e cliente. Sicché l’attività di vigilanza non si limita più a reprimere gli illeciti amministrativi e, così, a svolgere la funzione “tradizionale” di regolazione del mercato, di dissuasione di comportamenti riprovevoli. I nuovi strumenti di vigilanza colpiscono l’impresa bancaria in quanto

soggetto attivo nello svolgimento dell'attività, spiegando effetti diretti e immediati a tutela della clientela. Misure che incidono a livello di fattispecie negoziale e che hanno quale obiettivo primario quello di reintegrare il patrimonio del singolo danneggiato della perdita subita attraverso il depauperamento imposto al soggetto danneggiante, da intendersi in senso aritmetico tra il valore del patrimonio del singolo investitore prima e dopo l'evento dannoso. In sintesi, le tecniche tipiche del *public enforcement* cambiano pelle e non rispondono, almeno non in via assorbente, a una logica di deterrenza mediante sanzioni o divieti preventivi, bensì restitutoria.

5. Non v'è dubbio che l'idea di superare l'ostacolo di carattere concettuale che impedisce di concepire il diritto privato come possibile strumento di gestione di interessi interindividuali possiede – sotto il profilo dommatico – una dimensione problematica davvero impegnativa. Il tema, così evocato, richiederebbe tutt'altra trattazione, né si presta ad essere affrontato nel contesto di una riflessione intorno alla “vigilanza” di trasparenza. Mi limiterò, dunque, senza pretese di completezza, ad evocare qualche linea di tendenza funzionale a dare corpo alla curvatura della trattazione.

Se guardiamo al diritto vivente si registrano, nei tempi attuali, significative aperture rispetto all'eredità della tradizione in materia rimediale. Il germe del cambiamento è stato gettato nel contesto della responsabilità civile dove si è progressivamente consolidata la concezione polifunzionale dell'istituto a cui “non è assegnato solo il compito di restaurare la sfera patrimoniale del soggetto che ha subito la lesione, poiché sono interne al sistema la funzione di deterrenza e quella sanzionatoria del responsabile civile”¹⁰.

¹⁰ Cass., sez. un., 5 luglio 2017, n. 16601, in *Giur. it.*, 2017, VIII-IX, 1792, con commento di A. DI MAJO. La pronuncia della Corte in tema di danni punitivi ha ravvivato il dibattito mai sopito sulla polifunzionalità delle funzioni del rimedio risarcitorio, riproposto in particolare dai contributi di G. ALPA, *Le funzioni della responsabilità civile e i danni punitivi: un dibattito sulle recenti sentenze*

Nelle sue ricadute pratiche, proprio nel settore bancario, si assiste sempre più frequentemente ad un utilizzo dei rimedi di diritto privato per realizzare, primariamente, finalità normative, orientate cioè a garantire efficienza e competitività del mercato¹¹. Che la tutela del “diritto soggettivo” degrada a mero effetto pratico della loro applicazione. Di per sé l’affermazione è sorprendente perché rovescia la prospettiva classica che attribuisce all’autorità pubblica l’ufficio di tutelare direttamente e immediatamente interessi generali.

Per scendere nel concreto, è sufficiente richiamare un recente precedente della Cassazione a sezioni unite del 30 dicembre 2021, n. 41994 in tema di validità dei contratti di fideiussione (*omnibus*) a valle delle intese dichiarate nulle dalla Banca d’Italia. L’opzione tra il rimedio demolitorio e quello risarcitorio viene esercitata nella direzione più confacente alla tutela degli interessi pubblici sottesi alla normativa in materia di concorrenza¹². Da questo angolo visuale, efficienza del prodotto bancario e competitività del mercato sono gli obiettivi della normativa in

della Suprema Corte di Cassazione, in *Contr. impr.* 2017, IV, 1084; A. GAMBARO, *Le funzioni della responsabilità civile tra diritto giurisprudenziale e dialoghi transnazionali*, in *Nuova giur. civ. com.*, 2017, X, 1405; P. MONATERI, *Le Sezioni Unite e le funzioni della responsabilità civile*, in *Danno resp.*, 2017, IV, 437; G. PONZANELLI, *Sezioni Unite e danni punitivi*, in *Contr. impr.*, 2017, IV, 1122; C. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e i danni punitivi: tra legge e giudizio*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, IV, 1109.

¹¹ Il punto relativo alla differenza tra “finalità” del rimedio e ricadute pratiche è di primaria importanza nell’economia delle presenti note. Tema affrontato dalla prospettiva risarcitoria da M. BARCELLONA, *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul “concetto” di danno aquiliano*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, in part. 213; ID., *Funzione compensativa della responsabilità e private enforcement della disciplina antitrust*, in *Contr. impr.* 2008, là dove si puntualizza che sussiste una sensibile differenza tra “[...] la funzione di un dispositivo normativo e le interazioni che la sua operatività può suscitare nell’ambiente sociale» in part. 129. Tale distinzione è stata acutamente approfondita attraverso l’angolo prospettico disciplinare del diritto bancario e finanziario nel contributo di A. TUCCI, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 92 e ss.

¹² Le voci che hanno sottolineato con favore l’assunzione di questa moderna e corretta prospettiva da parte della Cassazione non sono poche, oltre al mio *Fideiussioni omnibus e nullità delle clausole in deroga: tra efficienza del mercato e stabilità del sistema*, in corso di pubblicazione su *Riv. dir. comm.*, cfr. A.A. DOLMETTA, *Fideiussioni bancarie e normativa antitrust: l’“urgenza” della tutela reale, la “qualità” della tutela reale*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, II, 1 ss.; M. LIBERTINI, *I contratti attuativi di intese restrittive della concorrenza: un commento a Cassazione civile, Sezioni Unite, 31 dicembre 2021, n. 41944*, in *Orizzonti*, 2022, 13 ss.; F. DENOZZA, *Principle vs Policy: spunti sui contratti a valle e sulla nullità virtuale “regolatoria”*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 670 ss.

materia di *antitrust* e di trasparenza. Sicché questi valori di vertice devono determinare, nello *ius dicere* del supremo collegio, le modalità stesse di esercizio dell'autonomia privata dei contraenti e la loro meritevolezza nel prisma dell'art. 1322 c.c.

La protezione dell'interesse generale alla libertà della concorrenza è bene giuridico tutelato in quanto tale. Osserva, a tal fine, la Corte che "l'interesse protetto dalla normativa (...) è principalmente quello del mercato in senso oggettivo, e non soltanto l'interesse individuale del singolo contraente pregiudicato, con la conseguente inidoneità di un rimedio risarcitorio che protegga, nei singoli casi, solo quest'ultimo, ed esclusivamente se ha subito un danno in concreto"¹³. L'assetto di interessi dato dal legislatore non è negoziabile dalle parti, né disponibile dalle imprese assumendo la forma di principio di "ordine pubblico economico"¹⁴. Di tal che, la condanna alla nullità dell'atto è coerente con il compito sociale-pubblicistico che alla nullità viene attribuito. Un rimedio residuale ma "sanzionatorio"¹⁵, capace di dare adeguata tutela a interessi generali, o meglio indisponibili dai privati¹⁶. Un rimedio, insomma, che nega alla radice la libertà di scelta connessa alla teorica dell'*efficient breach of contract*. Anche di questa impostazione c'è traccia chiara nelle motivazioni del Corte ove, peraltro, si chiarisce che "l'obbligo del risarcimento del danno comprensivo dei danni del singolo contraente non ha una efficacia dissuasiva significativa per le imprese che hanno

¹³ Par. 2.13.1

¹⁴ Par. 2.17

¹⁵ Sul punto cfr. le note critiche di R. SACCO, G. DE NOVA, *Il Contratto*, 4 ed., Torino, 2016 cit., 1455 ss.

¹⁶ La letteratura è vastissima quanto autorevole. Cfr., tra tanti, F. FERRARA Sn., *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*, Milano, 1914; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, 2 ed., Milano, 2011; G.B. FERRI, *Introduzione al sistema dell'invalidità del contratto*, in *Tratt. Bessone, Il contratto in generale*, VIII, Torino, 2002; G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 436 e ss; A. DI MAJO, *La nullità*, in *Tratt. dir. priv. a cura di Bessone, Il contratto in generale*, XIII, VII, Torino, 2002, 31 ss. Come correttamente osservato da M.C. BIANCA, *Diritto Civile*, 3, *Il Contratto*, 2000, 613: "La sanzione della nullità, anche quando si giustifica in ragione della tutela di una parte debole, tiene conto di una situazione generalizzata o generalizzante di abuso e colpisce quindi il contratto, o singole clausole, in considerazione della loro dannosità sociale".

aderito all'intesa, o che ne hanno – come nella specie – recepito le clausole illecite nello schema negoziale, dal momento che non tutti i danneggiati agiscono in giudizio, e non tutti riescono ad ottenere il risarcimento del danno”¹⁷.

Nel tracciare il percorso intellettuale della decisione si riscontra, dunque, l'affermazione di un'idea vincente e decisamente persuasiva, secondo cui i rimedi civili vanno pensati come tecniche di controllo del mercato, strumenti di indirizzo sociale alternativi e complementari al diritto pubblico¹⁸. L'approccio seguito è di impostazione marcatamente gius-economica ed ha il merito di affrontare il problema dei rimedi di diritto privato in termini di incentivi ottimali e di internalizzazione delle esternalità della condotta. Il danno, nella sua dimensione economico-patrimoniale, viene considerato un prezzo implicito che si associa alla condotta illecita delle imprese propalatrici di prodotti inefficienti e può quindi fungere da deterrente se il costo associato alla condotta illecita è più alto del beneficio che ne segue.

La concorrenza diviene un bene indivisibile, nel senso che va a beneficio di tutti i “cittadini del mercato”, proteggendo indirettamente la clientela bancaria. Lo schema bilaterale appare così insufficiente giacché le diseconomie legate a comportamenti seriali ricadono sul benessere di tutti i clienti e come conseguenza il momento dell'internalizzazione impone di considerare un rimedio istituzionale capace di riallineare il costo privato e il costo sociale.

Come si può vedere, allora, l'autotutela privata viene piegata alle primarie esigenze di tutela di interessi pubblici e la protezione dell'interesse egoistico rimane un mero effetto indiretto di siffatta iniziativa.

¹⁷ Paragrafo 2.13.1. Del resto, si tratta di una conseguenza diretta di quanto esposto in apertura del presente scritto: muovendosi i calcoli d'impresa sui grandi numeri propri del carattere seriale della propria attività, il rapporto di proporzione fra benefici (conseguenti all'inerzia del cliente oppure all'esito eventualmente favorevole della controversia) e costi (conseguenti all'eventuale condanna giudiziale) è spesso a vantaggio dell'impresa (cfr. recentemente nello specifico A.A. DOLMETTA, *Prassi d'impresa e sopravvenienze (legislative o giurisprudenziali)*, in *Anal. Giur. Econ.*, 2018, 513 ss.).

¹⁸ Si consentito rimandare a F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, *passim*.

6. L'inquadramento delle più innovative tecniche e misure di vigilanza presuppone una brevissima analisi di contesto orientata a identificare le finalità cui è preordinata l'azione delle autorità creditizie nell'esercizio dei poteri ad esse attribuite. Del resto, è dai principi di vertice, che non hanno mero carattere descrittivo, che si soppesano i poteri di intervento delle autorità e si delineano così i confini e i presupposti per l'adozione dei provvedimenti di rigore nel contesto risultante dall'attuale sistema normativo.

Come è noto, la norma "madre" di conformazione dell'esercizio dei poteri di vigilanza si colloca nel titolo I dedicato ai poteri delle autorità creditizie. L'art. 5, c. 1 TUB dispone, a tal fine, che siffatte autorità "esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti (...) avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia".

La disposizione racchiude le scelte politiche di fondo del nostro sistema finanziario. Dall'angolo visuale della ricerca, ciò che è sufficiente rimarcare è che i canoni cui orientare e vincolare l'azione delle autorità di vigilanza muovono intorno a due valori di fondo: (i) stabilità del sistema (micro e macro prudenziale); (ii) efficienza e competitività del mercato. Sul piano del riscontro applicativo, siffatti criteri vengono a rilevare quali parametri generali integrativi dell'azione di controllo della vigilanza durante l'arco dell'intera attività delle imprese bancarie. Si tratta delle lenti attraverso cui le autorità vagliano sotto il profilo tecnico-finanziario le modifiche statutarie, gli accordi da cui deriva la concentrazione del voto, le fusioni e le scissioni, la permanenza in carica degli esponenti aziendali, il sistema di governo societario, ecc. Criteri elastici che attribuiscono alle *authorities* un elevato tasso di discrezionalità tecnica e diventano strumenti di esercizio di un potere davvero incisivo.

Va pure ricordato che nella latitudine normativa particolare rilievo ha assunto il criterio della "sana e prudente gestione" che si è progressivamente

esteso a tutti settori dell'impresa bancaria, sviluppandosi intorno a presidi quantitativi, patrimoniali, di rischio, di *governance*¹⁹, ecc. La sana e prudente gestione diviene strumento per favorire la stabilità e la competitività del mercato bancario²⁰.

7. L'analisi delle finalità dell'azione delle autorità creditizie richiede però di affrontare un altro capitolo, che non è meno importante di quello mentovato. Mi riferisco al capo III del Titolo VI dedicato alle regole generali e ai controlli in materia di "trasparenza e correttezza dei rapporti con la clientela".

Due notazioni in premessa.

L'originaria formula di intestazione dell'intero Titolo VI riecheggiava in questi termini: "Trasparenza delle condizioni contrattuali". Con la novella del 2010 è stato aggiunto il riferimento ai "*rapporti con i clienti*"²¹. Tale inciso, sul cui rilievo si richiama fin d'ora l'attenzione, prende forma nella "nuova" formulazione dell'art. 127, c. 01 là dove dispone che: "Le autorità creditizie esercitano i poteri previsti dal presente titolo avendo riguardo, oltre che alle finalità indicate nell'art. 5, alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla *correttezza dei rapporti con la clientela*".

L'introduzione di una norma "speciale" in ordine alle finalità della vigilanza in tema di trasparenza, al di fuori cioè dell'alveo dell'art. 5 solo richiamato dall'art. 127, si pone in linea con le critiche sopra riportate in merito alla costruzione a livello europeo di un sistema di norme sostanziali orientate, sul piano sistematico, nella direzione prudenziale e di *governance*. Il che pone, almeno in prima analisi, qualche problema di coordinamento con riguardo ai rapporti di bilanciamento tra le due disposizioni e i valori che esse rappresentano. A ben guardare, tuttavia, l'attuale

¹⁹ F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019.

²⁰ F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa (...)*, cit., 131 ss.

²¹ La modifica della rubrica del titolo VI è avvenuta a seguito dell'entrata in vigore del D. Lgs. 13 agosto 2010, n. 141, in particolare per mezzo dell'art. 4 del suddetto decreto.

formulazione dell'art. 127 sembra favorire un processo di fusione tra le finalità di tutela e quelle di cui all'art. 5 costituendo un tutt'uno idoneo a segnare l'azione della vigilanza²². Un indice positivo di questa interrelazione si ricava nella seconda parte del comma 01 là dove stabilisce che: “A questi fini (ie della trasparenza delle condizioni contrattuali e della correttezza dei rapporti con la clientela) la Banca d'Italia può dettare anche disposizioni in materia di organizzazione e controlli interni”. Se la disciplina della trasparenza si infrange con quella della regolazione dell'impresa e viceversa, allora anche l'azione di vigilanza deve conformarsi ad entrambi i valori che esse discipline intendono presidiare.

7.1. Dalle battute del paragrafo precedente possiamo fermare il seguente passaggio: l'art. 127 TUB attribuisce espresso rilievo “alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con la clientela”, da intendersi quali criteri conformativi dei poteri della vigilanza. Col che la protezione della clientela diventa obiettivo diretto, e non più mediato come si predicava un tempo, dell'azione di vigilanza. L'autorità di vigilanza è quindi chiamata dal legislatore a farsi garante del rispetto delle norme di protezione afferenti ai rapporti di diritto

²² La formulazione dell'articolo 127 TUB non ha lasciato indifferente la dottrina che si è occupata del rapporto - spesso in termini di prevalenza o subordinazione - delle due finalità richiamate. Individua una rinnovata preminenza, sul piano dell'autonomia concettuale, della finalità di trasparenza (nell'accezione che consente di incidere direttamente sui rapporti con la clientela) A. BARENGHI, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 161-162; precedentemente si veda anche A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alle “consulenza” nell'erogazione del credito?*, in Aa. vv., *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011, 31. Per una distinzione strutturale delle finalità di vigilanza contemplate nel 127 TUB, G. CARRIERO, *Vigilanza bancaria e tutela del consumatore: obiettivi e strumenti*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2013, IV, spec. 587-590 secondo cui “la tutela della concorrenza tra gli operatori genera efficienza economica e prezzi più contenuti. Non sempre contratti qualitativamente migliori. Fuori dal market of lemons non è da sola in grado di corrispondere alle esigenze di un'utenza per contro fortemente interessata alla qualità del contratto » e che quindi “è allora evidente che la tutela del risparmiatore /investitore/assicurato rappresenta un obiettivo di vigilanza autonomo». A favore di una posizione di strumentalità della trasparenza rispetto alle finalità generali della vigilanza di cui all'art. 5 TUB. A. MIRONE, *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, IV, 394.

privato, cioè alle singole fattispecie contrattuali, così da tutelare il principio di libertà di autodeterminazione negoziale, attraverso interventi di reazione alla disparità di posizione delle parti.

La protezione dell'interesse del singolo contraente, della sua utilità, del suo "entitlement" non è affidata esclusivamente a un sistema di aggiudicazione decentrato – quello delle corti e dell'Arbitro Bancario Finanziario - ma alla stessa azione di vigilanza della Banca d'Italia: vigilanza di tutela, per l'appunto. Il cambio di paradigma è perentorio e viene a prendere forma sia negli strumenti di intervento capaci di incidere effettivamente sul piano dei rapporti negoziali, sia nella costruzione di un sistema *client oriented*²³.

Beninteso: l'impostazione data non toglie rilievo al ruolo svolto dall'autorità nella ricerca di una maggiore efficienza del mercato del credito. Non pare, infatti, potersi dubitare che l'autonomia della finalità sopra richiamata soppianti o diluisca i poteri di vigilanza esercitati nella complementare prospettiva delle "relazioni di mercato". In primo luogo, come si è avuto modo di notare, in quanto è la stessa disciplina della trasparenza che ricomprende il tema dell'efficienza dell'impresa e della concorrenza del mercato. In secondo luogo, perché l'art. 127 richiama specificamente l'art. 5 proprio nell'ambito della conformazione dei poteri attribuiti alle autorità in funzione di garantire effettività alla disciplina del Titolo VI. Così come

²³ Se si scende dal livello di astrazione, la lettura sistematica delle disposizioni del testo unico bancario nel segno di una maggior protezione del cliente induce a favorire un processo di estensione della "trasparenza" anche nei confronti di soggetti non bancari o, comunque, non indicati all'art. 115. In questo senso la dottrina più attenta ha notato che di fronte a un medesimo bisogno finanziario e a un'identità di prodotto, deve giocoforza corrispondere una medesima risposta normativa in termini di tutela. Si vedano U. MALVAGNA, *Buoni fruttiferi postali e trasparenza*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2019, 555; A. SCIARRONE, *Contratti bancari nozioni e fonti*, in *Tratt. Roppo*, V, 639 ss., che individua quale punto di contatto per l'applicazione di regole unitarie l'esistenza della tipica disparità di posizione tra impresa predisponente e cliente. In giurisprudenza, cfr. Cass. 13077/2021 sull'applicabilità della disciplina sul fondiario ai mutui INPS, con nota di L. LENTINI, *INPS e trasparenza: alla pubblica udienza l'applicabilità dell'art. 40 tub ai mutui INPS*, in *dirittobancario.it*. Una nozione unitaria di cliente come categoria relazionale, cioè inteso come fruitore di servizi di un'attività che viene generalmente rivolta indistintamente nei confronti di una data domanda di mercato è pure proposta oggi da G. LEMME, *Attualità della nozione di "cliente" della banca*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2021, I, 267 ss., che individua infatti nella regola di sana e prudente gestione una tecnica di protezione della clientela.

non può più oggi riconoscersi un rapporto di strumentalità tra le finalità prudenziali e quelle di protezione soggettiva, parimenti queste ultime non costituiscono un *prius* rispetto alle prime²⁴.

In veloce sintesi, tutela soggettiva ed oggettiva conformano l'azione di vigilanza in modo coordinato²⁵. Le due prospettive finiscono per essere complementari, condividendo a mo' di vasi comunicanti valori e principi che indirizzano le scelte di vertice del sistema.

8. L'art. 128 TUB assegna alla Banca d'Italia poteri di vigilanza informativa e di vigilanza ispettiva al fine di verificare il rispetto della normativa in tema di trasparenza: disciplina della pubblicità, dei contratti, delle modifiche unilaterali, della portabilità dei conti di pagamento, ecc. L'attività di controllo, a guardare la prassi, si manifesta assai puntuta e si estende a tutti i profili della materia.

Va poi ricordato, che l'art. 144 TUB predispone un corposo apparato sanzionatorio come reazione alle infrazioni accertate. Da questo angolo visuale, viene ulteriormente rimarcata la connessione tra vigilanza prudenziale e di tutela nella misura in cui le sanzioni ivi previste si applicano se *“rivestono carattere*

²⁴ Del resto, come si è notato, l'art. 127 affida un potere regolamentare alla Banca d'Italia in materia di organizzazione e controlli interni orientato proprio a rinsaldare, sul piano funzionale, i due obiettivi dell'azione di vigilanza. Una disciplina che si estende all'organizzazione dell'impresa che gli intermediari devono adottare per assicurare correttezza dei comportamenti in tutte le fasi della relazione con la clientela. Si viene così a legare inscindibilmente l'esercizio dell'attività all'organizzazione dell'impresa. Che, in concreto, deve presidiare ed assicurare: (i) la comprensibilità dei prodotti offerti da parte della clientela cui sono destinati e la loro conformità alla legge; (ii) la conformità della documentazione predisposta alle disposizioni e ai principi previsti dal titolo VI; (iii) l'affidabilità delle pratiche di commercializzazione dei prodotti, avendo riguardo anche alla professionalità e alla struttura degli incentivi degli addetti alla rete vendita e all'offerta contestuale di più contratti; (iv) la quantificazione dei corrispettivi, quando è previsto che essi non possano superare le spese sostenute; (v) il rispetto delle iniziative di autoregolamentazione; (vi) la tempestiva restituzione ai clienti delle somme indebitamente percepite dall'intermediario; infine (vi) l'efficace e tempestivo trattamento dei reclami.

²⁵ In questo senso, non possono che essere condivise le considerazioni di A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, 34., che interpreta l'art. 127 TUB nel prisma dell'integrità del mercato, da intendersi come sintesi di due obiettivi distinti ma interconnessi: stabilità macroeconomica e atto di consumo del cliente, che deve avvenire volontariamente e in modo informato.

rilevante tenuto conto dell'incidenza delle condotte sulla complessiva organizzazione e sui profili di rischio aziendale".

Infine, ed è su questo aspetto che intendo fermare la mia attenzione, l'art. 128 *ter* TUB attribuisce "nuovi" poteri di intervento alle autorità in caso di violazione della normativa di trasparenza. In particolare, la disposizione affida alla Banca d'Italia poteri inibitori e restitutori (anche "misure di tutela" o "vigilanza di tutela") che incidono direttamente sull'attività dell'impresa bancaria e sul piano dello specifico rapporto contrattuale tra banca e clientela.

Uno sguardo d'insieme allo statuto disciplinare evidenzia che il raggio di azione delle misure ivi contemplate si estende ben oltre la circonferenza tratteggiata con riferimento alla vigilanza sanzionatoria.

La vigilanza sanzionatoria si muove nel solco della tipicità e presuppone la violazione di una specifica disposizione normativa, così come indicata in via tassativa all'art. 144 TUB. Viepiù, la sanzione può essere irrogata esclusivamente nell'ipotesi in cui la condotta antigiuridica si rifletta sulla sana e prudente gestione dell'intermediario e sia, per l'effetto, idonea a pregiudicare i valori presidiati dall'art. 5 TUB ("tutela oggettiva").

La vigilanza di tutela, per contro, non è legata alla violazione di una specifica disposizione predeterminata, bensì ad una mera "irregolarità". Si costruisce così un sistema "atipico", a "fattispecie aperta", coerente con la logica della protezione del diritto soggettivo: non è necessario che la banca violi una specifica norma primaria o secondaria, ma è sufficiente che sia leso l'interesse del singolo cliente così come tutelato, nei suoi tratti essenziali, dalla normativa di trasparenza. Se la prospettiva è quella dell'utilità del singolo, non assume di per sé rilievo la gravità della condotta, bensì la lesione (anche potenziale) della stessa utilità. Il rilievo preminente del singolo cliente emerge anche dal fatto che le misure di tutela devono essere attivate a prescindere dagli effetti sull'impresa o sul mercato che la condotta disfunzionale realizza.

8.1. Nella costruzione dell'impianto normativo, il regime rimediabile viene a raggrupparsi in due grandi categorie: *misure inibitorie*, volte ad impedire o a far cessare il comportamento illecito, lesivo della situazione giuridicamente protetta, che viene così tutelata in via diretta e preventiva; *misure ripristinatorie*, finalizzate a mettere il soggetto tutelato nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato se non avesse subito l'illecito.

8.1.1. Le misure inibitorie condividono un tratto comune in termini di politica del diritto: quando sussistono incertezze riguardo alla portata dei rischi per gli interessi della clientela bancaria, l'apparato rimediabile deve favorire una misura protettiva senza attendere la realtà e la gravità di tali rischi, ovvero i danni conseguenti. Sul piano del metodo, la scelta legislativa rimuove alla radice l'idea errata di attribuire la qualifica di antiggiuridicità al fatto solo dinnanzi ad un pregiudizio già realizzato²⁶.

Più nel concreto, le misure inibitorie possono investire la continuazione dell'attività anche di singole aree o sedi secondarie (lett. a), nonché specifiche forme di offerta, promozione o conclusione di contratti disciplinati dal titolo VI (lett. b). Se poi vi sono particolari motivi di urgenza, i poteri di intervento inibitorio possono essere adottati in via cautelare, prima cioè della fine del procedimento di accertamento della irregolarità, per un periodo non superiore a novanta giorni (lett. c).

Come si può notare, le misure richiamate incidono sulle relazioni contrattuali future, inibendone la costituzione, e operano come strumenti generali di tutela della clientela in prospettiva di effettività. La preminente esigenza di una tutela

²⁶ Sottolinea puntualmente tale aspetto, distinguendo in questo senso la struttura e le finalità del rimedio risarcitorio da quelle attinenti alla tutela inibitoria, M. LIBERTINI, *La tutela civile inibitoria*, in *Jus*, 1988, I, 59-60. Per una lettura critica dell'azione inibitoria, con riferimento al profilo dell'antigiuridicità del fatto, nel solco dell'effettività della tutela, sia consentito il rinvio a F. SARTORI, *Ideologie e tecniche della (ri)codificazione del diritto privato*, in *The Cardozo Electronic Law Bulletin*, 2019, I, 8.

preventiva degli interessi della clientela prevale sulla stessa libertà di iniziativa economica d'impresa²⁷.

8.1.2. Ricondotto il discorso sul piano della fattispecie, è proprio nel contesto delle misure ripristinatorie che si registra quella rivoluzione copernicana che cambia pelle alla dicotomica classica *public-private enforcement*²⁸. Nell'attribuire alla Vigilanza il potere di "ordinare la restituzione delle somme indebitamente percepite" ("e altri comportamenti conseguenti"), il legislatore legittima la Banca d'Italia a intervenire direttamente nel seno del rapporto obbligatorio e risolvere il conflitto di interessi tra creditore e debitore. Di fronte ad un inadempimento contrattuale o a una rilevata violazione di norma inderogabile, pur registrata a livello di impresa e quindi seriale, la vigilanza si sostituisce sia al creditore (quanto ad iniziativa), sia all'autorità giudiziaria (quanto ad accertamento e soluzione del conflitto)²⁹, e fa conseguire al cliente il raggiungimento di quella utilità equivalente nelle tracce del principio della *restitutio in integrum*.

La questione è tecnicamente delicatissima e solleva interrogativi cui non è facile dare risposta³⁰. Tant'è che passando ad analizzare il Bollettino di Vigilanza (dal

²⁷ Un punto, quello della preminente esigenza di protezione della clientela espressa dalla disposizione in commento, ben evidenziato da M. PERASSI, *Ruolo della Banca d'Italia e dell'autorità giudiziaria nel preservare l'integrità del sistema economico finanziario*, in *Banca impr. soc.*, 2014, II, spec. 357.

²⁸ Il ribaltamento di prospettiva che vede le autorità indipendenti garantire l'attuazione delle disposizioni settoriali attraverso l'incidenza lungo il lato del rapporto ha trovato un naturale terreno d'elezione nel diritto finanziario. Un simile fenomeno è stato ben evidenziato nelle pagine di O. CHEREDNYCHENKO, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, in 4 *Eur. Rev. Priv. Law*, 2015, 632; ID, *Public and Private Financial Regulation in the EU: Opposites or Complements?*, in N. Dorn (ed.), *Controlling Capital. Public and Private Regulation of Financial Markets*, London, 2016, 152-153.

²⁹ Nella prospettiva del diritto dell'economia e del diritto dei mercati regolati, le *authorities* assorbono in maniera sempre più rilevante il ruolo di decisori, come ricordato nelle acute pagine di H. W. MICKLITZ, *The Transformation of Enforcement in European Private Law: Preliminary Considerations*, 4 *Eur. Rev. Priv. Law* (2015) 511-512.

³⁰ M. PERASSI, *ult. op. cit.*, 358, considera la misura della restituzione "difficile da collocare nel sistema», benché, infine, la ritenga rispondente "[...] a una funzione ripristinatoria ovvero di riaffermazione delle condizioni antecedenti ad una violazione massiva e diffusa di una o più regole di trasparenza e correttezza»; lettura ripresa anche da M. PASSALACQUA, *Commento art. 128-ter*,

2015 la sezione del sito *web* della Banca d'Italia) si può rilevare come non risultino provvedimenti formali di natura ripristinatoria. A fronte invece di una prassi di vigilanza che, sulle orme della *moral suasion*, favorisce l'adozione di misure correttive di natura restitutoria volte a rimuovere pregiudizi a danno della clientela.

8.1.3. Il primo interrogativo attiene alla portata del termine "restituzione". Secondo la tassonomia tradizionale non esiste un'unitaria categoria e l'espressione veicola, più in generale, la c.d. tutela in forma specifica, che ricomprende gli strumenti e le tecniche dirette a realizzare proprio l'interesse specifico violato o minacciato dall'impresa proponente. Essa instaura un rapporto diretto (materiale se possibile) tra bene e/o prestazione oggetto della situazione giuridica e suo titolare. La tutela specifica si attua mediante diverse tecniche. A titolo esemplificativo, la rimessione in pristino, relegata inizialmente nei diritti assoluti e progressivamente emancipatasi lungo il corso di una evoluzione che ha interessato tutti i fattori dell'ordinamento; il risarcimento in forma specifica, funzionale a reintegrare l'interesse del danneggiato mediante una prestazione diversa e succedanea rispetto al dovere di rispetto altrui o al contenuto del rapporto obbligatorio; l'esecuzione in forma specifica quale strumento di attuazione coattiva del diritto, rimasto inattuato; l'azione inibitoria volta ad impedire o a far cessare il comportamento illecito, lesivo della situazione giuridicamente protetta, che viene così tutelata in via diretta e preventiva. E via discorrendo.

Ma a ben considerare, non sembra questa l'idea che il legislatore intende veicolare. Sicché, in prima battuta, restituire significa qui ripetere, nell'accezione tipica dell'indebito di cui all'art. 2033 c.c: il cliente ha versato alla banca una somma non dovuta e per effetto dello *iussum* dell'autorità è legittimato a ripetere quanto indebitamente pagato. Così, per rimanere a livello di esemplificativo, se la vigilanza

in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, F. Capriglione (a cura di), Padova, 2018, 2437.

accerta la presenza negli standard contrattuali della banca di una voce di commissione illecita ordina all'impresa di restituire le somme percepite a titolo di indebito oggettivo. Di pari rilievo, il caso in cui l'accertamento si estenda alle modalità di esercizio dello *ius variandi*, di non conformità al disposto del 118 TUB, con conseguente ordine alla restituzione di quanto pagato dalla clientela per effetto di variazioni inefficaci.

Scendendo un po' più nel concreto il problema si complessifica.

La ripetizione dell'indebito presuppone l'accertamento del vizio invalidante. Accertamento che viene, però, effettuato al di fuori delle garanzie processuali del giudizio civile. È pur vero che la nullità è tradizionalmente giustificata con l'asserita destinazione della stessa alla salvaguardia di interessi pubblici, ed è pure rilevabile d'ufficio (anche se di protezione), nondimeno il contenuto accertativo della vigilanza non è propriamente quello di ogni sentenza e vive al di fuori dell'ordinamento processuale. La sentenza dichiarativa tende all'affermazione di una certezza giuridica. L'accertamento giudiziale, in altri termini, non ha ad oggetto una questione o un mero fatto, ovvero l'esistenza o l'interpretazione di una norma, bensì la certezza di un diritto soggettivo. Lo scopo della stessa azione dichiarativa è quella del ripristino di una certezza giuridica, destabilizzata da un comportamento altrui mirato in danno del titolare e produttivo di un pregiudizio illecito. Tralasciando poi il tema spinoso del rilievo dell'accertamento della Banca d'Italia in senso logico pregiudiziale, di giudicato implicito, si pone in concreto il problema del valore del titolo nell'ipotesi di mancata spontanea attuazione dell'ordine da parte dell'impresa oblata. Il cliente è legittimato a riavere quanto versato in forza del *iussum*, ovvero sarà chiamato ad esperire una "ordinaria" azione di accertamento funzionale alla ripetizione dell'indebito? Nella seconda ipotesi il giudice può porre a fondamento del proprio accertamento, in ordine alla sussistenza della condotta lesiva della trasparenza, gli elementi di prova acquisiti nel corso del procedimento amministrativo? Siffatti elementi sono suscettibili di essere sovvertiti da emergenze

di diverso tenore? E così via.

Non meno complesso, e in parte legato al procedimento accertativo richiamato, risulta il tema del pagamento dei frutti e degli interessi. Il cliente che ha diritto alla restituzione di quanto versato ha anche diritto alla restituzione di frutti e interessi: però con una diversità quanto a loro decorrenza, e cioè dal giorno del pagamento se la banca era in mala fede, dal giorno della domanda se era in buona fede. Ma la buona fede in senso psicologico si presume, sino a prova contraria. C'è quindi da domandarsi se alla Banca d'Italia spetti anche l'onere, in sostituzione del creditore, di tale insidiosa prova, alla luce di circostanze serie, concrete e non ipotetiche.

Le dette considerazioni non esauriscono peraltro le difficoltà che la disposizione mostra nell'applicare la disciplina della restituzione in un contesto alieno a quello processuale.

8.1.4. Vi è da aggiungere che nel prisma dell'art. 128-ter, restituire non significa solo ripetere. L'accezione a-tecnica utilizzata lascia intendere che l'espressione sia inclusiva e idonea a ricomprendere dentro di sé anche il risarcimento per equivalente quale effetto dell'inadempimento di un'obbligazione (contrattuale o di legge). Restituire come sinonimo di compensare, cioè fare conseguire al titolare del diritto il raggiungimento di utilità equivalenti: rimuovere le conseguenze pregiudizievoli derivanti dall'inadempimento³¹.

³¹ Anche in questo caso, un esempio può favorire la comprensione del tema. Secondo la disciplina di portabilità dei conti, il trasferimento dei servizi di pagamento deve essere portato a termine entro dodici giorni dalla ricezione dell'autorizzazione rilasciata dal consumatore al nuovo PSP. L'eventuale violazione dell'obbligo di legge espone l'impresa (ricevente oppure trasferente, a seconda di quale sia il soggetto cui è imputabile il ritardo) alle conseguenze risarcitorie disciplinate all'art. 126-septiesdecies TUB, co. 2, ai sensi del quale: "Salvo il diritto al risarcimento del danno ulteriore, anche non patrimoniale, in caso di mancato rispetto degli obblighi e dei termini per il trasferimento dei servizi di pagamento, il prestatore di servizi di pagamento inadempiente è tenuto a corrispondere al consumatore, senza indugio e senza che sia necessaria la costituzione in mora, una somma di denaro, a titolo di penale, pari a quaranta euro. Tale somma è maggiorata inoltre per ciascun giorno di ritardo di un ulteriore importo determinato applicando alla disponibilità esistente

Il tema della tutela compensativa si viene ad articolare in termini non dissimili a quelli sopra richiamati. Anche se la materia si accompagna a un livello di complessità che riflette le annose questioni relative alla identificazione dell'inadempimento nell'ambito di un rapporto obbligatorio e quelle relative al risarcimento del danno effettivo. E così, per rimanere sulla superficie: alla natura dell'obbligazione, al carattere oggettivo o soggettivo dell'inadempimento, al rapporto tra l'art. 1218 c.c. e 1176 c.c., alla prova dell'impossibilità della prestazione, ecc. Sul fronte del "danno effettivo" la questione non è meno rilevante ed investe il nesso di causalità, la prevedibilità del danno, il concorso del fatto colposo del creditore, il principio del danno evitabile, la valutazione equitativa del danno non patrimoniale, il principio della *compensatio lucri cum damno*, ecc.

8.1.5. All'esperienza comparatistica il fenomeno dell'attribuzione a una autorità amministrativa di funzioni di ricomposizione degli interessi lesi a livello di fattispecie non è nuovo³². Così, a titolo indicativo, il *Federal Trade Commission Act*

sul conto di pagamento al momento della richiesta di trasferimento un tasso annuo pari al valore più elevato del limite stabilito ai sensi e in conformità all'articolo 2, comma 4, della legge 7 marzo 1996, n. 108, nel periodo di riferimento". Per le funzioni connesse a questa speciale struttura rimediabile, di penale *ex lege*, cfr. F. SARTORI, *Portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, in corso di pubblicazione su *Banca borsa tit. cred.* (contra, rilevando una scarsa efficacia deterrente della penale nonostante la prospettiva dell'art. 128-ter c.c., G. MUCCIARONE, *Dal trasferimento dei servizi di pagamento al trasferimento dei servizi di amministrazione titoli*, in corso di pubblicazione su *Riv. Dir. Banc.*).

³² L'utilizzo di strumenti di tutela privatistici da parte di poteri pubblicistici (ie le autorità di vigilanza) ha dato vita alla c.d. ibridazione delle forme di tutela. Sul tema si vedano, in particolare, i contributi di H.W. MICKLITZ, *Rethinking the Public/Private Divide*, in M. Maduro (ed.), *Transnational Law: Rethinking European Law and Legal Thinking*, Cambridge, 2014, 272, Y. SVETIEV, A. OTTOW, *Financial Supervision in Interstices Between Private and Public Law*, 4 *Eur. Rev. Contr. Law* (2014) 659, come pure, più recentemente, O. CHEREDNYCHENKO, *Island and the Ocean: Three Models of the Relationship between Eu Market Regulation and National Private Law*, 6 *The Modern Law Review* (2021), 1300-1301, ID., *Regulatory Agencies and Private Damages in the Eu Bridging the Gap between Theory and Practice*, 1 *Yearbook of European Law*, ove l'ibridazione tra rimedi giusprivatistici – in particolare forme di *compensation* o più propriamente di *redress* – ed esercizio del potere pubblico viene individuata come forma di "complementarity", tanto da affermare che "[...] regulatory agencies have a role to play in facilitating redress, particularly private damages payouts, within the administrative enforcement mechanism. In particular, agencies may have discretionary powers to take remedial issues into account when exercising their administrative sanctioning powers in the name of deterrence, to

del 1914 – che regola il corretto funzionamento delle dinamiche concorrenziali all'interno dei mercati regolati e, nello specifico, fissa le competenze e i poteri dell'agenzia governativa antitrust federale americana (la *Federal Trade Commission*, anche “*FTC*”) – attribuisce alla FTC sia il potere di emanare ordini che impongono all'impresa inadempiente di cessare il comportamento anticoncorrenziale (c.d. *cease and desist order*)³³, sia il potere di emanare ordini restitutori. Si tratta della c.d. *restitution*, che viene espressamente richiamata dalla Section 5 del FTC Act, §45, là dove si specifica che “*all remedies available to the Commission with respect to unfair and deceptive acts or practices shall be available for acts and practices described in this paragraph, including restitution to domestic or foreign victims*”³⁴.

La *restitution* si sostanzia in un rimedio di *equity* che, per essere attivato, richiede però un passaggio di natura giurisdizionale consistente nell'adozione, da parte della Corte federale adita e su richiesta dell'autorità di vigilanza, di un'*injunction*, come previsto dalla Section 13(b) del FTC Act. L'*injunction* consente dunque di poter indirizzare l'ordine di restituzione alle imprese che, attraverso il loro comportamento anticoncorrenziale, abbiano danneggiato più consumatori³⁵.

initiate redress settlements and/or to bring a collective action for damages before private law courts. The agencies' willingness to harness such powers in practice is also an important prerequisite for the complementarity between administrative enforcement and private law remedies».

³³ Testualmente: “*Commission [...] shall issue and cause to be served on such person, partnership, or corporation an order requiring such person, partnership, or corporation to cease and desist from using such method of competition or such act or practice*», Section 5, FTC Act, 15 U.s. Code §45 (b).

³⁴ Sulla *restitution* elaborata dalla legislazione antitrust americana si vedano i contributi di N. AVERITT, *The Meaning of Unfair Acts or Practices in Section 5 of the Federal Trade Commission Act* 70 *Geo. L. J.* (1981) 279; P. C. WARD, *Restitution for Consumers Under the Federal Trade Commission Act: Good Intentions or Congressional Intentions?* 41 *Am. Un. L. Rev.* (1992) 1140; L. YURWIT, *Comments: Restitution in Consumer Protection Actions: Stop the Reliance on Reliance* 36 *Un. Balt. Law Rev.* (2007) 398-399; E. W. KOVACIC, M. WINERMANN, *Competition Policy and the Application of Section 5 of the Federal Trade Commission Act* 76, *Antitrust Law Journal* (2010) 929; nonché M. MARQUIS, *La Federal Trade Commission e la Section 5 del Federal Trade Commission Act. Aspetti istituzionali e penombre giurisdizionali*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2010, III, spec. 396-397.

³⁵ L'individuazione di una simile risposta rimediale richiede uno sforzo di puntualizzazione ulteriore per coglierne la definizione e capirne la natura. In questa prospettiva, il *Policy Statement on*

Ridotta la questione all'essenziale, è proprio la circostanza che vi sia un filtro giurisdizionale che rende possibile all'istituto della *restitution* di funzionare. Aspetto quest'ultimo che difetta nell'esperienza domestica e che, nel concreto, ostacola un utilizzo, di piena autorità, delle misure ripristinatorie.

9. Il discorso fin qui svolto deve volgersi ora a una breve conclusione, che – lo si è già inteso – non può che essere problematica e provvisoria. La funzione restitutoria della vigilanza di tutela, almeno a livello di declamazione, ha la funzione di rimediare alla lesione di un diritto soggettivo del cliente e risolvere il conflitto di interessi nel contesto della fattispecie. Da questo largo raggio, il fenomeno del *public enforcement of private law* non va qui ricondotto, almeno in via esclusiva, al disegno di politica del diritto che si rintraccia nel contesto del diritto privato regolatorio, orientato cioè a conseguire obiettivi di interesse generale. L'intervento dell'autorità è, infatti, orientato a reagire alla lesione dell'*entitlement* e ottenere gli stessi effetti di un provvedimento giudiziale emanato in sede civile. Di fronte a simili evidenze, risulta pure difficile condividere la prudente opinione di chi mantiene ferma la distinzione “tra funzione sottesa alle regole e agli istituti giuridici (la “funzione normativa”) e gli effetti pratici della loro applicazione (la “efficacia sociale”)”. Non mi sembra infatti che con l'istituto della restituzione “il problema percepito e regolato (sia) pur sempre la tutela diretta ed immediata di interessi pubblici o, comunque, il contemperamento di una pluralità di interessi”. E che

Monetary Equitable Remedies in Competition Cases, pubblicato dalla stessa autorità indipendente il 4 agosto del 2003, rappresenta un prezioso sostegno chiarificatore in quanto puntualizza che la *restitution* (definita come “*an equitable remedy, serving different but often complimentary purposes [...] intended to restore the victims of a violation to the position they would have been in without the violation, often by refunding overpayments made as a result of the violation*») presuppone tre precondizioni concorrenti: (i) la violazione della normativa antitrust deve essere “chiara”, nel senso che sulla base di un certo numero di precedenti, il consumatore possa prospettare con certezza gli effetti dannosi della condotta non conforme alle prescrizioni del FCT Act; (ii) deve esservi una ragionevole base di calcolo dell'eventuale danno causalmente ricondotto al comportamento anticoncorrenziale; (iii) il *restitution order* – e con esso il *monetary relief* che ne consegue – risulta l'unico rimedio esperibile, a voler dire che i medesimi effetti restitutori non sarebbero raggiungibili attraverso un giudizio civile.

dunque “l’eventuale risultato ripristinatorio di un pregiudizio cagionato a soggetti privati attiene (...) pur sempre al profilo – appunto empirico – della efficacia sociale dell’intervento pubblico”³⁶. Al contrario, a me pare, il legislatore affida all’autorità un rimedio di protezione che si sostituisce e concorre con quelli di diritto privato. Ne consegue che, *ratione materiae*, gli strumenti di *public e private enforcement* non operano più su piani autonomi e distinti, ma si sovrappongono condividendo natura, struttura e finalità. Su questa linea, radicalizzando un po’ il ragionamento, possiamo quindi concludere che si assiste a un rovesciamento di prospettiva: i rimedi di diritto privato vengono selezionati per realizzare principalmente finalità di deterrenza e tutelare l’interesse pubblico dell’efficienza e della concorrenza del mercato, le misure di diritto pubblico, per converso, vengono predisposte al fine di assicurare consistenza e pienezza al diritto soggettivo del cliente.

Filippo Sartori

*Ordinario di Diritto dell’economia
nell’Università degli Studi di Trento*

³⁶ A. TUCCI, *op. cit.*, p. 93.

NUOVE PROSPETTIVE NELLA RACCOLTA DEL RISPARMIO E ORDINE DEL MERCATO *

(New perspectives in investment solicitation and market regulation)

ABSTRACT: *The paper aims to offer a critical view of some recent EU regulatory initiatives in the field of crypto-assets and an evaluation of their impact particularly in the Italian legal system. The essay focuses on the phenomenon of ‘tokenization’ and the relationship between financial tokens and some key-sectors of securities regulation. The finding has some implications for the issues of digitization of finance and investor protection in the perspective of a safe passage to democratization and further integration of the EU capital markets.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le iniziative europee in tema di cripto-attività. – 3. Affinità e disarmonie delle cripto-attività rispetto ai titoli di credito. – 4. Tassonomia delle cripto-attività e trading venues. – 5. Segue. Il *Pilot-Regime for DLT based Market Infrastructures* di cui al Regolamento (UE) 2022/858. – 6. Presupposti e limiti di applicazione della disciplina in tema di appello al pubblico risparmio. – 7. Conclusioni.

1. Il tentativo di delineare alcuni aspetti della regolazione primaria e secondaria, nazionale e sovranazionale, in risposta ai recenti mutamenti verificatisi nel mercato dei capitali sulla spinta delle nuove tecnologie può prendere le mosse da qualche suggestione di carattere generale.

Sia pure con il rischio di richiamare paragoni noti, mi limito a ricordare che il rapporto fra mercato e diritto, fra il capitalismo finanziario e le sue regole, è stato autorevolmente accostato al paradosso di Achille e della tartaruga, con il diritto rassegnato ad inseguire il mercato sapendo che non lo raggiungerà mai¹. In effetti, il contesto finanziario è in continuo divenire e le nuove esperienze che in esso

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Il paragone è tratto da G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, 2006, p. 29.

maturano si spingono spesso ben oltre il punto cui è giunta la disciplina di settore², potendo suscitare – come è ipotizzabile in astratto e come sembra testimoniare l'evoluzione del sistema a partire dall'ultimo secolo del millennio appena trascorso – diversi atteggiamenti: l'accettazione di una strutturale incapacità della regolazione di rispondere efficacemente a queste nuove esperienze; uno spostamento in avanti del campo d'azione dando luogo ad un iperattivismo dei regolatori talora fine a se stesso, con la produzione di norme sostanzialmente autoreferenziali³; o, ancora, un mutamento dell'approccio regolatorio inteso a promuovere la competitività e l'innovazione, a valorizzare il contributo degli operatori, senza deflettere nel contempo dal ruolo di *standard-setters* proprio delle Autorità di settore⁴.

Sempre in termini generali, sembra di poter affermare che, almeno nelle intenzioni della Commissione europea⁵, sia proprio quest'ultimo l'atteggiamento

² Cfr. *Introduzione*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, Torino, 2020, p. 8; nonché ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XI ed., Torino, 2021, p. 25, il quale osserva che «[l]a disciplina del mercato dei capitali – pur ampiamente novellata dopo la crisi finanziaria, ed a seguito delle corpose riforme introdotte a partire dal 2009/2010 – fatica a catturare i nuovi fenomeni: la tecnologia è più rapida dei legislatori e delle Autorità di vigilanza, che ne rincorrono il rapido divenire».

³ È questa la critica mossa al legislatore agli inizi di questo millennio da G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, cit., 29 s., che riscontra come la visione del diritto proposta da Hans Kelsen, caratterizzata da un ruolo largamente dominante nella filosofia del capitalismo moderno, abbia «perso i connotati di pura speculazione teorica, vestendo i panni della realtà fattuale».

⁴ L'importanza delle scelte dei decisori politici appare cruciale a fronte dell'attuale processo di digitalizzazione del ciclo produttivo dei servizi finanziari accentuato dall'avvento della pandemia da Covid-19. In questo contesto si è assistito, da un lato, all'automazione del processo di investimento attraverso l'utilizzo di strumenti algoritmici e la prestazione da remoto di servizi mediante piattaforme integrate ed app; dall'altro, all'emersione della finanza decentralizzata e al crescente impiego della tecnologia *blockchain*, con conseguenti cambiamenti radicali nelle strutture e microstrutture di mercato. Invero, la digitalizzazione della finanza può innescare, rispettivamente, una maggiore concentrazione del mercato o, al contrario, una profonda democratizzazione dei mercati dell'investimento: cfr., su queste tematiche, AVGOULEAS-SERETAKIS, *Governing the Digital Finance Value-Chain in the EU: MIFID II, the Digital Package and the Large Gaps between!*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3943168>.

⁵ Cfr., tuttavia, AVGOULEAS-SERETAKIS, *op. ult. cit.*, in specie p. 28 ss., per una valutazione critica del *Digital Finance Package* e della complessiva cornice regolamentare quale risulta da una visione combinata con la disciplina dei servizi di investimento recata da MiFID II.

sotteso al *Digital Finance Package*⁶ adottato il 24 settembre 2020, il quale comprende una nuova *Digital Finance Strategy*⁷ in combinazione con una rinnovata *Retail Payment Strategy*⁸, entrambe destinate a tradursi in testi legislativi direttamente applicabili in tutti gli Stati membri. Potenziando le scelte dei consumatori unitamente alle garanzie di tutela dei medesimi e di stabilità del sistema finanziario, la Commissione mira ad accrescere l'innovazione responsabile nello spazio finanziario dell'Unione europea (soprattutto con riferimento alle *start-up* digitali altamente innovative), attenuando nel contempo i potenziali rischi sul piano della protezione degli investitori, del riciclaggio di denaro e della criminalità informatica, dovuti alla disintermediazione⁹.

2. Al centro dello *EU Digital Finance Package* vi sono le proposte intese a creare un tessuto regolatorio europeo sulle cripto-attività per sostenere l'operatività transfrontaliera delle *start-up* innovative in ambito europeo anche in relazione alle stesse cripto-attività: si tratta della proposta di un regolamento sui *crypto-assets* (c.d. MiCAR)¹⁰, nonché della proposta di un *Pilot-Regime for DLT*

⁶ Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, European Commission, *Communication on Digital Finance Package* (24 September 2020), reperibile in https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en.

⁷ EUROPEAN COMMISSION, *Communication on a Digital Finance Strategy* (Communication) COM (2020) 591 final, reperibile in eur-lex.europa.eu.

⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Communication on a Retail Payment Strategy* (Communication) COM (2020) 592 final, reperibile in eur-lex.europa.eu.

⁹ EUROPEAN COMMISSION, *Press Release on Digital Finance Package* (24 September 2020), reperibile in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/eu/IP_20_1684.

¹⁰ *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937*, (COM) (2020) 593 final-2020/0265(COD), reperibile in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>. La proposta ha ricevuto significative modifiche ad opera del Parlamento europeo: v. *Report on the proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937*, (COM) (2020) 593 final-2020/0265(COD), A9-0052/2022, del 17 marzo 2022, reperibile in https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052_EN.html.; per un'analisi delle proposte di regolamentazione del fenomeno delle cripto-attività, maturate nell'ambito dell'*EU Digital Finance Package*, cfr. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 2020; CARRIÈRE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, 2020; LENER-FURNARI, *Cripto-*

based Market Infrastructures, destinato al mercato dei capitali che utilizza soluzioni basate sulla *Distributed Ledger Technology* (DLT) e riferito agli strumenti finanziari «tokenizzati». Quest'ultima proposta poi sfociata nel Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022, pubblicato in G.U.C.E del 2 giugno 2022.

È utile evidenziare che mentre il MiCAR riguarda le cripto-attività (definite come «una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga»¹¹), il Regolamento (UE) 2022/858 (c.d. *Pilot Regulation*)¹² introduce una *sandbox* regolatoria¹³ per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, consistente nella previsione di deroghe temporanee alla disciplina esistente per favorire l'acquisizione di esperienze da parte delle Autorità di settore sulle opportunità ed i rischi specifici

attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?, 2020, tutti reperibili in www.dirittobancario.it.

¹¹ Art. 3, par. 1(2).

¹² Cfr., per un primo commento, ANNUNZIATA-MINTO, *Il nuovo regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology*; AMATO-BENVENUTO, *Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato*, entrambi reperibili in www.dirittobancario.it.

¹³ Consistente nell'introduzione di un regime autorizzativo e regolatorio temporaneamente agevolato ed adottato per la prima volta in materia di servizi di investimento dalla UK Financial Conduct Authority, il «*regulatory sandbox approach*» ha trovato applicazione anche in diversi Stati membri dell'Unione europea, pur non mancando di suscitare preoccupazioni sotto il profilo della deroga a norme imperative in materia di servizi finanziari e della capacità di porre potenzialmente a rischio il principio del «passaporto europeo», che ne hanno finito per limitare l'ambito di sperimentazione (cfr. ZETZSCHE-WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, EBI Working Paper 2021-No. 92, 29/04=2021, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3833766>, p. 4). In Italia un esempio in questa direzione è stato offerto – sulla spinta dell'esigenza di agevolare nuove figure di intermediari che offrono prodotti e servizi complessi, afferenti a settori distinti ognuno coperto da autonome riserve di attività – dal d.l. 34/2019 (c.d. Decreto crescita), come convertito con la l. 58/2019, che ha affidato al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di definire le condizioni di accesso e di esercizio di attività finanziarie innovative sottoponendole ad un regime semplificato rispetto a quello applicabile alle corrispondenti attività riservate, in conformità del principio di derivazione europea di proporzionalità fra rigore della disciplina ed entità dei rischi derivati dall'esercizio dell'attività: cfr., per considerazioni sull'approccio in discorso, LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in CIAN-SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, p. 8 ss.

relativi alle cripto-attività rientranti nella nozione di strumenti finanziari e alle tecnologie sottostanti (*Considerando 6*).

Le iniziative testé menzionate testimoniano inequivocabilmente la scelta del legislatore euro-unitario nel senso di regolare le criptoattività, come emerge con chiarezza dall'adozione della forma del regolamento. Esse sono, inoltre, strettamente connesse in quanto espressione di un approccio ampio ed ambizioso diretto a sostenere l'innovazione tecnologica e la digitalizzazione della finanza¹⁴.

3. Sulla base di queste premesse, l'itinerario che ci si propone di tracciare sarà rivolto non tanto a proporre una qualificazione in chiave tipologica delle cripto-attività¹⁵ (il che imporrebbe, peraltro, di distinguerne le diverse sottocategorie), quanto a riconoscere e valorizzare le linee evolutive dell'intervento normativo e gli interessi ad esso sottesi. Sembra allora di poter affermare che le cripto-attività si inscrivono nell'ambito del fenomeno della mobilitazione della ricchezza e presentano discrasie ed affinità rispetto al congegno dei titoli di credito e poi dei valori mobiliari, degli strumenti e dei prodotti finanziari.

Nello stesso tempo, una volta compiuta a livello europeo la scelta di fondo di sottoporre le cripto-attività a regolazione, si tratta di verificare se gli approcci seguiti siano in grado di contemperare il già ricordato obiettivo di promuovere l'innovazione tecnologica e la digitalizzazione della finanza con quelli della protezione degli investitori e della tutela dell'integrità del sistema finanziario, tenendo conto «dell'intrinseca natura *cross-border* e *cross-sectorial* del Fintech e degli intermediari che operano in questa dimensione»¹⁶.

¹⁴ Cfr. ZETZSCHE-WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, cit., p. 3 s.

¹⁵ Cfr., per una qualificazione delle tipologie di crypto-attività, HENDERSON - RASKIN, *A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets*, in *Columbia Business Law Review*, 2/2019, pp. 444 s., reperibile in: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265295.

¹⁶ Così SCIARRONE ALIBRANDI, *I fondamenti*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale. IV. Diritto del mercato finanziario*, cit., p. 28.

Volendo provare a sintetizzare origine e traiettorie, normative e culturali, dei titoli di credito, conviene ricordare che questi ultimi sono stati escogitati per espandere l'area in cui operano regole che – come quelle che presiedono alla circolazione dei beni mobili – ottimizzano la tutela dell'acquirente anzitutto rispetto al rischio – che è proiezione del principio di derivatività degli acquisti – di non acquistare la situazione circolante stante l'inesistenza o il difetto di titolarità di chi ne dispone¹⁷; rischio cui la disciplina della cessione del credito rimedia solo in termini generali (art. 1266 c. c.)¹⁸.

Conseguentemente il congegno dei titoli di credito è chiamato a promuovere l'instaurazione di mercati ulteriori rispetto a quelli delle merci e dei manufatti; anzi, è lo stesso mercato delle merci e dei manufatti – mercato in cui circola ricchezza presente – a generare un mercato dei diritti che danno accesso a merci, manufatti e a quella merce particolarissima, universale, che è il denaro, non presenti: si dice, cioè, di un mercato di ricchezza «assente»¹⁹. Il 'ponte concettuale' per sostituire al principio di derivatività degli acquisti quello dell'indipendenza dell'acquisto dall'intestazione in capo al trasferente del diritto trasferito è offerto ai giuristi dal ricorso a documenti nei quali sono menzionati diritti che danno accesso alla ricchezza «assente»²⁰.

Quando le regole concettualizzate nella figura «titolo di credito» diventano norme – come accade con il codice civile del 1942 – la locuzione passa a contrassegnare la fattispecie di quel nucleo costante di disciplina che si vuole comune ad una pluralità di documenti circolanti e che s'evince dalla lettura dei tre

¹⁷ Cfr. VIVANTE, *Le cose (Merci e titoli di credito compresa la cambiale)*, in *Trattato di diritto commerciale*, Vol. III, V ed. (2^a rist.), Milano, 1929, pp. 122 s.

¹⁸ Cfr. SPADA-COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente-Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2010, I, p. 403.

¹⁹ Cfr. SPADA, *Beni e finanza: discontinuità e polivalenza del linguaggio normativo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2012, p. 208 s.

²⁰ Cfr. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio (Riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1999, I, p. 407 ss.

articoli di apertura delle «disposizioni generali» del Libro IV, Titolo V, c. c.: l'art. 1992, che fissa la 'costante' della necessità del documento ai fini della *legittimazione* all'esercizio della pretesa menzionata sul titolo; l'art. 1993, che restituisce l'immagine della *letteralità*, l'art. 1994, che stabilisce la regola della *autonomia degli acquisti*²¹. Si realizza, così, il passaggio dal titolo di credito come disciplina al titolo di credito come fattispecie²².

Se si confronta questa traiettoria dell'esperienza giuridica testé sommariamente tratteggiata con il fenomeno delle crypto-attività e, più ampiamente, dei *token*²³, si può rilevare, in prima battuta, una somiglianza rispetto alla categoria dei titoli di credito. Ed infatti, come i titoli di credito i *token* non nascono come categoria omogenea, predefinita dalla legge, ma da applicazioni concrete; si presentano come strumenti rappresentativi di una prestazione che è (o può essere) altrove nello spazio o nel tempo; propiziano lo sviluppo di nuovi canali

²¹ Cfr. G.L. PELLIZZI, *Studi sui titoli di credito*, Padova, 1960, p. 9 s.

²² Cfr. SPADA-COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, cit., p. 405 s. Sarà appena il caso di ricordare, peraltro, che è discusso se nella ricostruzione della figura del titolo di credito si debba adottare un'impostazione in chiave «tipologica» o «normativa»: cfr., su questa tematica, ASCARELLI, *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1956, I, p. 301 s.; CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977, p. 3 s.; DE LUCA, *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2017, I, p. 93 s.; LIBERTINI, *I titoli di credito nella dottrina giuscommerciale italiana*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3/2017, p. 1 s.; MARTORANO, *I titoli di credito. Lineamenti generali cambiale, assegno bancario e circolare*, Napoli, 1970, p. 10 s.; OPPO, *Tramonto dei titoli di credito di massa ed esplosione dei titoli di legittimazione*, in *Rivista di diritto civile*, 1998, I, p. 645 s.; STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999, p. 30 ss.

²³ Sul rapporto fra *token* e *crypto-asset*, cfr. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Rivista Orizzonti del diritto commerciale*, 1/2019, p. 126 ss., che afferma come i *token* virtuali, caratterizzati dalla capacità di rappresentare e contenere informazioni, costituiscono una categoria idonea a ricomprendere al loro interno i *crypto-asset*, consistenti in rappresentazioni digitali crittografate di un valore o del diritto a ricevere una prestazione contrattualmente stabilita. Caratteri comuni a tutti i *crypto-assets* sono la trasferibilità, la possibilità di essere conservati dall'utente in un portafoglio (*e-wallet*) e la negoziabilità sul mercato digitale. Per rendere efficaci e, al tempo stesso, pubblicamente disponibili queste operazioni si utilizza una forma di rappresentazione digitale diffusa, ovvero la *Distributed Ledger Technology* (DLT), di cui un tipo specifico è la *blockchain* inizialmente impiegata per la circolazione delle valute virtuali, segnatamente del *bitcoin* (sull'origine e l'evoluzione della tecnologia *blockchain*, cfr. MASI, *Non-Fungible Tokens (NFTs): riflessioni sulla natura giuridica e la disciplina applicabile*, in *Rivista Giuridica Europea*, 1/2022, p. 83 ss.).

di circolazione della ricchezza²⁴. Accanto a questi profili di affinità, enunciati quasi per assiomi, fa tuttavia riscontro la constatazione che, non essendovi incorporazione in una *res*, non vi è (e non può esservi) possesso del *token*, essendo quest'ultimo destinato a circolare secondo regole diverse da quelle cartolari²⁵.

Il parallelismo, tuttavia, si arresta qui dato che sussiste una palese difformità, non solo strutturale, fra le due figure poste a confronto. Già sul piano fenomenologico deve rilevarsi che, mentre il titolo di credito è identificabile con il supporto materiale incorporante la situazione soggettiva attiva²⁶, il *crypto-asset*, per converso, non coincide con il dispositivo elettronico, sebbene esso sia necessario per la relativa visualizzazione²⁷. Da questa difformità discende l'applicazione di un diverso regime di circolazione, atteso che – diversamente da quanto accade per i titoli di credito – con riferimento ai *token* la circolazione del dispositivo elettronico non incide immediatamente sulla titolarità dei diritti in esso rappresentati, ma dipenderà dal tipo di configurazione digitale di quest'ultimo e dalle modalità con cui l'emittente ha inteso legittimare la circolazione dei diritti medesimi mediante il dispositivo elettronico di supporto²⁸.

²⁴ Cfr. RULLI, *op. cit.*, p. 122 ss.

²⁵ Cfr., ancora, RULLI, *op. cit.*, p. 124.

²⁶ Sulla possibilità che il titolo di credito si presenti in una forma diversa rispetto al documento cartaceo cfr. CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova, 1933, pp. 117 s., il quale se, per un verso, afferma che «il titolo di credito è un *documento scritto*, [...] formato con la materia, che serve a scrivere; per lo più *carta e inchiostro*», per un altro, riconosce che «non sempre è necessario che il documento sia cartaceo, né che la scrittura sia vergata con inchiostro; potrebbe darsi, per quanto non si dia di solito nella realtà, che la scrittura di qualche titolo di credito sia fatta a matita e, per esempio, anziché tracciata sulla carta, sia dipinta o trapunta su una stoffa o incisa sul metallo».

²⁷ Preme rimarcare che la cripto-attività resta in sé un codice digitale e non si identifica con il dispositivo elettronico strumentale per il suo rilevamento/impiego: cfr., in proposito, DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2/2019, p. 273 s.

²⁸ Cfr., sul tema, MASI, *Il Security Token: profili finanziari e prospettive societarie*, in corso di pubblicazione su *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, dattiloscritto consultato per cortesia dell'Autore.

Ma vi è di più. La categoria dei titoli di credito esprime una modifica del diritto comune in tema di circolazione del credito sollecitata sì dalle esigenze dei traffici, ma pur sempre incentrata sulla regolazione di un rapporto *inter partes*²⁹.

Il fenomeno dei *token*, invece, si sviluppa tipicamente nel contesto di *Initial Coin Offerings* (ICOs), ossia di operazioni rivolte – mediante il ricorso alle nuove tecnologie – alla raccolta di capitali sul mercato da parte di un emittente³⁰. Ed è in questa circostanza che risiede, fra l'altro, uno dei profili di distinzione fra *token* e criptovalute³¹.

4. Riguardati dall'angolo visuale prima delineato, i *token* possono essere visti – sia pure a costo di qualche generalizzazione e con le cautele imposte dalla loro tassonomia – come una forma di drenaggio della ricchezza in esubero (il risparmio) verso le imprese, suscitando problemi di ordinazione dei mercati non dissimili da quelli posti dai valori mobiliari, dagli strumenti finanziari e dai prodotti finanziari. I *token* paiono collocarsi, perciò, lungo la direttrice che ha condotto al distacco concettuale fra gli strumenti e i prodotti finanziari, funzionali all'applicazione del

²⁹ Cfr. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, in specie 3 ss., che – dopo avere chiarito che la categoria dei titoli di credito deve essere correlata «ad una modifica del diritto comune di sicuro rilievo, perché rispondente ad una esigenza economica “nuova” rispetto a quelle tipiche appunto di diritto comune» – rileva come accanto a siffatta regolazione di un rapporto *inter partes* di circolazione del credito intesa a soddisfare le esigenze dei traffici, è sorta «un'attenzione generalizzata ai problemi di insieme del mercato dei capitali».

³⁰ Cfr. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società (Le)*, 1/2019, p. 62 s.

³¹ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 26; IDEM, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3/2018, p. 4 ss., il quale pone in evidenza che criptovalute e *token*, pur essendo accomunati dall'analogia matrice tecnologica trattandosi di *asset* la cui stessa creazione e circolazione è resa possibile dall'impiego delle nuove tecnologie (*Distributed Ledger Technology* e *Blockchain*), si distinguono sotto vari profili: ed infatti, fermando l'attenzione sulla più celebre e diffusa criptovaluta (Bitcoin), si nota che essa nasce per effetto di un fenomeno per così dire «orizzontale» (ossia è frutto dei meccanismi di «estrazione» e validazione prodotti dalla rete, diffusi nei relativi nodi identificabili come «*miners*»), anziché nell'ambito di un'operazione posta in essere da un ben individuato emittente, come avviene per i *token*. Inoltre, mentre le criptovalute sono risorse tendenzialmente non scarse, i *token* sono caratterizzati dal connotato della scarsità. In un primo tentativo di classificazione e nella consapevolezza delle possibili intersezioni fra i due fenomeni, si ravvisano profili di affinità, da un lato, fra le criptovalute e gli strumenti di pagamento e, dall'altro, fra i *token* e gli strumenti finanziari.

diritto dei mercati finanziari, e i titoli di credito³². Gli è che il titolo di credito – cartaceo o dematerializzato – presiede alla soluzione di problemi micro-giuridici (di appartenenza o di esazione dei diritti); valori mobiliari, strumenti e prodotti finanziari presiedono all'amministrazione giuridica di macro-interessi: quelli collettivi dell'impiego del risparmio e della provvista di capitale di credito o di rischio delle imprese³³.

In modo non del tutto dissimile, anche i *crypto-assets* pongono in primo piano, nella preoccupazione comune e in quella delle Autorità di vigilanza, il problema della stabilità del mercato, da coniugarsi però con il sostegno dell'innovazione e della concorrenza.

Posto che per operazione «finanziaria» s'intende quella che fra le parti (che non devono essere necessariamente due) è programmata in maniera tale da iniziare e terminare con il «denaro»³⁴, occorre prendere atto dell'idoneità dei *token* ad essere impiegati nel contesto di operazioni aventi i caratteri propri dell'investimento finanziario³⁵. Questo dato non consente ancora, però, di risolvere

³² Cfr. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 5, il quale limpidamente osserva «che i due fenomeni, circolazione del diritto a una prestazione e ordinazione del mercato, convivono, e non sono confondibili perché rispondono ad esigenze diverse, e vengono ragionati in prospettive diverse. In entrambi i casi l'istanza basilare, più o meno mediata, è di facilitare il drenaggio del risparmio verso le imprese, che si assume decisivo nello sviluppo e nello stesso mantenimento della società economica corrente. Nel primo caso però si discute di un rapporto fra il singolo che chiede capitali e i singoli che sono disposti a dare; nel secondo caso si discute del contesto nel quale i capitali si muovono, venendo sollecitati o formando oggetto di speculazione. In un caso l'attenzione si ferma alla regolazione del particolare momento nel mercato, nell'altro l'attenzione si estende al mercato e alla sua regolazione d'insieme».

³³ Cfr. SPADA-COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, cit., p. 408, dove l'indicazione secondo cui è con questa consapevolezza che si devono leggere le definizioni del t.u.f. e in particolare l'art. 1 del medesimo.

³⁴ Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, p. 18, il quale prosegue evidenziando che l'oggetto dell'interesse che le parti mirano a realizzare con l'operazione consiste e si puntualizza nel denaro, sotto diversi aspetti e nella molteplicità di funzioni che svolge (pagamento, risparmio, misura dei valori economici).

³⁵ Cfr., al riguardo, MASI, *Le cryptoattività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *Banca Impresa Società*, 2/2021, p. 241 s.

pianamente i problemi di ricostruzione giuridica della fattispecie e di individuazione della relativa disciplina.

Non si può trascurare di evidenziare, infatti, le difficoltà di inquadramento sistematico dovute alla eterogeneità di contenuti dei *tokens* e alla loro polifunzionalità³⁶.

Al fine di introdurci più agevolmente alle considerazioni che seguiranno, può essere utile ricordare la tassonomia dei *token* ormai accreditata nella letteratura giuridica e nei recenti interventi normativi ed incentrata, piuttosto che sul contenuto, sulla funzione economica dagli stessi espletata³⁷. Da qui la distinzione fra: i *payment tokens*³⁸ che si limitano a svolgere la funzione di strumento di

³⁶ Del resto, la stessa ESMA, nel parere del 2019, pare riconoscere tali difficoltà, dovute all'assenza di un chiaro significato della nozione di «valore mobiliare» (cfr. ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-assets*, January 2019, reperibile in <https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>).

Giova aggiungere che nella prassi si rinvencono, ad esempio, *token* che forniscono al titolare un diritto, *token* che rappresentano una commissione per l'utilizzo o per l'accesso a una piattaforma, *token* che costituiscono uno strumento per ricompensare un determinato comportamento, altri che fungono da mezzo di pagamento o che incorporano un diritto di partecipazione agli utili, altri ancora che attribuiscono un diritto di proprietà a livello digitale e così via; per diverse prospettive sui diversi contenuti veicolati da detti strumenti, cfr. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità dei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, I, p. 17 s.; nonché MOUGAYAR, *Tokenomics – A Business Guide to Token Usage, Utility and Value*, 2017, in reperibile <https://medium.com/@wmougayar/tokenomics-a-business-guide-to-token-usage-utility-and-value-b19242053416>.

³⁷ Cfr. ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-assets*, cit., p. 8 s.; FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, reperibile in <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, pp. 2 s. Un'ulteriore classificazione delle criptoattività si ricava dalla *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e criptoattività*, del 15 giugno 2022, reperibile in www.bancaditalia.it, dove si afferma che le cripto-attività possono distinguersi in *unbacked cryptoassets*, ovvero cripto-attività prive di un meccanismo di stabilizzazione che ne ancori il valore a un'attività di riferimento, e *asset linked stablecoins*, ossia cripto-attività garantite da attività sottostanti (es. valute ufficiali, crediti, merci, ecc.) che mirano a mantenere un valore stabile rispetto a una valuta *fiat*, un bene specifico o un *pool* o paniere di attività.

In dottrina, cfr. EULER, *The Token Classification Framework; A Multi-dimensional Tool for Understanding and Classifying Crypto Tokens*, 2018, reperibile in <http://www.untitled-inc.com/the-token-classification-framework-a-multi-dimensional-tool-for-understanding-and-classifying-crypto-tokens/>; HACKER-THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 15/2018, p. 650 s.

³⁸ Il *payment token* è, fra i *tokens* emessi nell'ambito delle ICOs, quello maggiormente assimilabile, da un punto di vista funzionale, ad una criptovaluta, sebbene permanga fra essi una differenza

pagamento, non attribuendo alcun diritto nei confronti dell'emittente; gli *utility tokens*³⁹ che, invece, permettono di accedere a un'utilizzazione o a un servizio digitale forniti su o dietro utilizzo di una DLT; e, infine, i *security tokens*⁴⁰ che conferiscono diritti di natura patrimoniale e/o amministrativa nei confronti dell'emittente.

Da una parte, e con specifico riferimento agli *utility token*, va dato conto che – accanto al requisito della negoziabilità legato alla previsione di meccanismi contrattuali che attribuiscono all'oblato la facoltà di rivendere il bene – possono ricorrere in concreto una serie di elementi ulteriori (interessi, utili, dividendi, oltre a diritti di voto e/o altri diritti partecipativi) in grado di orientare il giudizio sulla finanziarietà dell'operazione⁴¹.

riconducibile al diverso modo attraverso cui sono generati: cfr. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, *Bocconi Legal Studies Research Paper* No. 2636561, February 2019, p. 131.

³⁹ Sul piano della qualificazione giuridica si tende ad escludere che gli *utility tokens* possano essere considerati come strumenti o prodotti finanziari, dato che il loro scopo «non è tanto quello di essere utilizzati come forma di investimento, e/o di creare flussi di cassa futuri, quanto quello di sfruttare, in maniera funzionale, la tecnologia *DLT/blockchain*, per avere accesso a prodotti o servizi» (così ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, reperibile in www.diritto bancario.it, p. 3). Tuttavia, non mancano posizioni inclini, sulla base di un'ampia nozione di valori mobiliari e strumenti finanziari, a ricondurre a questi ultimi la pressoché totalità dei *token* emessi nell'ambito di ICOs (cfr. BOREIKO-FERRARINI-GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 20, 2019, p. 672 ss.).

⁴⁰ Cfr. BOREIKO-FERRARINI-GIUDICI, *op. cit.*, p. 671 ss. La classificazione sopra richiamata non prende in considerazione i *Non-Fungible Tokens*, avendo essi origine al di fuori delle ICOs. Ciononostante, parte della dottrina si è interrogata sulla possibilità di attrarre i NFTs nella categoria degli *utility tokens* (cfr. ANNUNZIATA-CONSO, *NFT. L'arte e il suo doppio. Non fungible token: l'importanza delle regole, oltre i confini dell'arte*, Milano, 2021, pp. 28 ss.; nonché CARRIÈRE, *Il Regolamento MICA e il rebus NFT*, 2022, reperibile in www.diritto bancario.it). Si è rilevato, peraltro, che questo tentativo di riconduzione potrebbe incontrare un ostacolo nella definizione di *utility token* di cui all'art. 3, para. 1 (5) della Proposta MiCAR, come emendata dal Parlamento europeo con il già ricordato *Report*, in cui si legge che lo stesso è «a type of fungible crypto-asset which is accepted only by the issuer, is used for purposes other than for the payment or exchange of external goods or services, and is intended to provide digital access to a good or service, available on DLT, and is only accepted by the issuer of that token»; sicché, se uno dei tratti fondamentali dell'*utility token* è la sua fungibilità, ne discende la difficoltà di assimilarlo al *Non-Fungible Token* (cfr. MASI, *Non-Fungible Tokens (NFT): riflessioni sulla natura giuridica e la disciplina applicabile*, cit., p. 97).

⁴¹ Cfr. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, in CIAN-SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, cit., p. 291 ss.

Dall'altra, si assiste alla presenza, nell'arcipelago disegnato dal t.u.f., di tanti «micro-sistemi», come dimostra la stessa elaborazione dottrinale intesa a conoscere «quali fattispecie, quali modelli della realtà socio-economica siano evocati attraverso le convenzioni linguistiche del legislatore»⁴².

Un adeguato contributo chiarificatore non pare essere offerto dalla Proposta MiCAR, che non fornisce una definizione di *utility token* in grado di tracciare il confine fra questi ultimi e i prodotti di investimento e, soprattutto, all'art. 2 delimita in negativo il proprio ambito di applicazione, volendo formulare regole applicabili a tutte le cripto-attività che non rientrino già nell'ambito di operatività della vigente legislazione europea sui mercati finanziari.

Sullo sfondo della classificazione delle cripto-attività prima enunciata, merita tutt'ora adesione l'idea di adottare un approccio qualificatorio c.d. *top-down*, che muova dalla considerazione del ruolo del *token* sul mercato secondario e da qui risalga al regime dell'offerta iniziale⁴³. Invero, proprio il 'tipo' di conflitti e/o di problemi esistenti sul mercato finanziario rende non del tutto soddisfacente basare la ricostruzione sul contenuto *ex se* del *token* al fine di ricondurlo o meno all'interno di note categorie (denaro, beni, prodotti finanziari, strumenti finanziari, moneta elettronica, ecc.), ma richiede di integrare la prospettiva «statica» con quella «dinamica» del fenomeno, che riguarda la circolazione e lo scambio di *token* sul mercato secondario.

Non sembra si possano nutrire dubbi sulla possibilità di assimilare un dato *token* ad un'azione⁴⁴, ad un'obbligazione oppure ad un titolo equivalente,

⁴² Così M. ONZA-L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, cit., p. 142.

⁴³ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche*, cit., p. 11 ss.; ritiene che una visione d'insieme della funzione finanziaria, o meno dell'operazione, possa scaturire solo dall'integrazione fra l'osservazione statica e quella dinamica, SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, cit., p. 291.

⁴⁴ Per un confronto tra i *token* (e, in particolare, i *security token*) e le azioni di società per azioni, cfr. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 3/2020, p. 465 s.; DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in CIAN-SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, cit., p. 415 s.; ALTIERI, *Financial*

facendolo così rientrare nella nozione UE di «valori mobiliari»⁴⁵. Non è nemmeno escludere la possibilità di qualificare alcuni *token* come parti o quote di organismi di investimento collettivo di cui all'Allegato I, Sezione (3) del t.u.f., in specie quando il capitale raccolto per il loro tramite è investito in un aggregato di attività sottostanti, gestito secondo i criteri di un organismo di investimento collettivo del risparmio (o.i.c.r.) di cui alla Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 (c.d. Direttiva UCITS) e alla Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 e s.m. (c.d. Direttiva AIFM)⁴⁶.

Qualora, invece, i *token* non siano riconducibili alle summenzionate categorie, gli stessi potrebbero essere eventualmente qualificati come derivati su merci se, in base alle definizioni recate dal combinato disposto di MiFID II e MiFIR, presentano una componente «derivativa» (da accertarsi caso per caso) ed elementi di «finanziarietà»: fra questi merita particolare attenzione quello della negoziazione dello strumento in una sede di negoziazione regolamentata ai sensi della stessa MiFID II⁴⁷, ancorché non sia previsto alla scadenza un regolamento in denaro o in via differenziale⁴⁸.

Nature of Crypto-Assets and Impact on the Italian Share Capital Regime, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1/2021, in specie p. 292 ss.

⁴⁵ Cfr. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività*, cit., p. 7, il quale riconosce che il requisito della «negoziabilità» sul mercato dei capitali – che, in base all'Allegato I, Sezione C, punto 1, MiFID II, nonché al para. 1 (44), MiFID II, contraddistingue le classi di valori incluse nella nozione di «valori mobiliari» – può essere nella maggior parte dei casi identificato in modo sufficientemente preciso. Tuttavia, non tutti i *token* possono essere qualificati come valori mobiliari alla stregua delle categorie UE, rimanendo estranei a questa categoria, in particolare, gli *utility token* «puri».

⁴⁶ ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p. 7 s., il quale, oltre a richiamare a sua volta l'*Advice* dell'ESMA del gennaio 2019, chiarisce che in questo caso troverebbero applicazione le norme che disciplinano nel diritto europeo la materia della gestione collettiva del risparmio con riferimento sia ai profili attinenti «alle regole dell'*offerta*», sia a quelli riguardanti «l'esercizio dell'*attività* (riservata, di gestione collettiva) sottostante» (corsivi nell'originale).

⁴⁷ L'art. 2, para. 1 (30), Regolamento (EU) 600/2014 del 15 maggio 2014 (c.d. MiFIR) definisce i derivati su merci come «gli strumenti finanziari definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, lettera c), dell'articolo 4, paragrafo 1, della direttiva 2014/65/UE, che si riferiscono a una merce o un sottostante di cui all'allegato 1, sezione C, punto 10, della direttiva 2014/65/UE; o all'allegato 1, sezione C, punti 5, 6, 7 e 10 della stessa direttiva».

⁴⁸ ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p. 9 s.

Ed ancora, quanto ai *token* «*e-money*» e «*asset-referenced*», oggetto – al pari degli *utility token* – di una specifica definizione, suscita preoccupazione il ruolo attribuito nella Proposta MiCAR al parere legale, chiamato a confermare che l'attività prevista non rientra nell'ambito di operatività della vigente legislazione finanziaria, in quanto suscettibile di dare luogo ad «un improprio trasferimento di competenze al settore privato», con rischi di «riqualificazione dell'attività» ed in assenza di una disciplina finalizzata alla prevenzione e/o gestione di eventuali conflitti d'interesse⁴⁹.

Vale poi il monito secondo cui «il compito di far rispettare la disciplina di trasparenza e di assicurare il corretto funzionamento del mercato non può essere lasciato interamente ad interventi *ex post*»⁵⁰, giustificando l'opportunità di questo approccio con l'esigenza di evitare di gravare le pubbliche Autorità di un onere eccessivo. Invero, proprio l'evoluzione del diritto euro-unitario e nazionale nel settore del mercato dei capitali, sollecitata dagli scandali di inizio secolo, dalla crisi finanziaria globale e da quella successiva del debito sovrano, è stata contrassegnata da una parabola verso l'esercizio di un ruolo «proattivo» da parte delle Autorità di vigilanza, chiamate ad esercitare il proprio ruolo di *watchdog* in funzione della tutela dell'investitore⁵¹.

5. Sotto altro aspetto, l'importanza del mercato secondario per lo sviluppo e l'incremento degli scambi sugli *asset* digitali, oltre ad essere stata evidenziata nella

⁴⁹ ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p. 13 s., il quale avverte che «la sussistenza del parere legale non dovrebbe esonerare le Autorità di vigilanza dall'obbligo di svolgere efficacemente la loro indagine sulla natura del *token*, e ciò al fine di accertare se l'attività prevista debba essere autorizzata ai sensi di altre regole del diritto dell'Unione, o del diritto nazionale». Non sembra fuori luogo ricordare, peraltro, come nella legislazione degli Stati Uniti, seguita da quella della maggior parte dei paesi capitalistici avanzati, non siano mancati casi di utilizzo delle valutazioni di enti privati per fini di pubblica regolamentazione, come testimonia – con i suoi fasci di luce e i suoi coni d'ombra – l'evoluzione della c.d. «*rating-based regulation*» (cfr., senza pretesa di completezza, PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Rivista di diritto civile*, 2009, I, p. 722 ss.; TROISI, *Le agenzie di rating*, Padova, 2013, in specie p. 99 ss.)

⁵⁰ ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p. 14.

⁵¹ Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, I, p. 1 ss.

proposta di regolazione sulle ICOs lanciata dalla Consob nel 2019⁵², emerge dal già menzionato *Pilot Regulation*, che consente alle *trading venues* (in particolare alle *Multilateral Trading Facilities*), alle *Central Securities Depositories* (CSDs) o alle controparti centrali di sviluppare attività di *trading* e *post-trading* per cripto-attività qualificabili come *financial instruments* (o che siano comunque basate sulla tecnologia *DLT*), senza indebolire alcuno dei requisiti o delle garanzie esistenti.

In un'analogia direzione si pone il libro Verde pubblicato dal MEF-Dipartimento del Tesoro nel mese di febbraio 2022⁵³, dove si precisa che «considerati i profili di novità e i possibili impatti sul sistema bancario e finanziario attuale, in linea con l'approccio graduale adottato a livello europeo nel regime pilota DLT, è allo studio l'introduzione in una prima fase di un regime normativo a carattere transitorio che consente l'applicazione delle tecnologie DLT solo ad alcuni strumenti finanziari a circolazione limitata (obbligazioni emesse dalle S.p.A.)». Sempre dall'angolo visuale del Ministero, «[s]ulla base delle evidenze raccolte durante tale fase transitoria e alla luce delle modifiche introdotte dal citato regolamento UE relativo al c.d. regime Pilota DLT, in una seconda fase sarebbe poi definita la cornice normativa volta a consentire a regime, l'emissione e la circolazione di tutti gli strumenti finanziari»⁵⁴.

⁵² Si fa riferimento al Documento per la Discussione, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 19 marzo 2019, reperibile in http://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fI/content/documento-19-marzo-2019/10194. Merita di essere ricordato anche il successivo Rapporto finale, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2 gennaio 2020, reperibile in http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1 che raccoglie gli esiti della pubblica consultazione avviata con il Documento citato, la quale ha avuto oggetto la definizione dei tratti disciplinari delle ICOs.

⁵³ Cfr. Libro Verde, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, posto in pubblica consultazione, fino al 25 marzo 2022, dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze e reperibile in: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/03/Libro-Verde-La-competitivita-dei-mercati-finanziari-italiani-a-supporto-della-crescita.pdf>.

⁵⁴ Libro Verde, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, cit., p. 38.

Ciò dimostra come la disciplina rilevante non può essere limitata ai soli profili attinenti al *token* come bene, ma si intreccia con la regolazione delle infrastrutture di mercato.

Ne discende che azioni ed obbligazioni «tokenizzate» non solo saranno sottoposte nella fase di emissione alle normative UE sui prospetti informativi, ma saranno altresì oggetto di regole intese a ridurre i rischi legati all'impiego della DLT nelle fasi di *trading* e *post-trading*, incentrate sulla previsione di un regime transitorio e in deroga e sull'introduzione di due nuove figure di intermediari: il *DLT Multilateral Trading Facility*, rientrante nella nozione di MTFs contenuta nella Direttiva MiFID II, e il *DLT Central Securities Depository*, che pare fondarsi sulla definizione di cui all'art. 2 (1)(10) del CSDR (Regolamento 909/2014/EU).

Si potrebbe aggiungere che, data la qualificazione di questi *token* come strumenti finanziari (segnatamente valori mobiliari), essi saranno altresì sottoposti all'obbligo di gestione accentrata *ex art. 83-bis t.u.f.*⁵⁵. Si comprende allora la notazione che, ai fini del successo di questo intervento normativo, bisogna avere presente il rapporto di complementarità con misure quali eventuali «*innovation hub*» predisposti dagli Stati membri e dalle legislazioni nazionali⁵⁶.

È evidente, peraltro, che il *Pilot Regulation*, includendo nel proprio ambito oggettivo di applicazione solo le *transferable securities* («valori mobiliari» di cui alle lett. *a)* e *b)* del punto 44 dell'art. 4 di MiFID II), comporta una disparità di trattamento rispetto ad altri strumenti finanziari «tokenizzati», evidentemente ispirata ad obiettivi di *risk mitigation* e di tutela degli investitori.

Si è prima prospettata la possibilità di qualificare come derivati su merci, secondo le definizioni recate da MiFID II, quei *token* dotati di una componente derivativa e di elementi di finanziarietà tali da giustificare l'applicazione della disciplina sui servizi di investimento⁵⁷. Il fatto poi che un grandissimo numero di

⁵⁵ Cfr. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, cit., p. 300.

⁵⁶ Cfr. ZETZSCHE-WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, cit., p. 23.

⁵⁷ Cfr. § 4, *supra*.

token siano scambiati su piattaforme non regolamentate⁵⁸ in tutto o in parte simili a MTFs avrebbe potuto suggerire di estendere l'ambito oggettivo di applicazione del *Pilot Regime* oltre il meccanismo di cui all'art. 10. Il risultato che ne deriverebbe sarebbe quello di non sacrificare le esigenze di sperimentazione e di innovazione correndo solo un rischio solo marginalmente più elevato, controbilanciato peraltro dall'applicazione di altre misure protettive⁵⁹.

6. Non ci si può nascondere, inoltre, la possibilità di applicare – anche ai *token* non rientranti nelle categorie di base degli strumenti finanziari, ma qualificabili, al limite, come derivati su merci – regimi nazionali più ampi, come accade in Italia sulla scorta dell'ampia nozione di «prodotto finanziario» di cui all'art. 1, comma 1, lett. *u*), t.u.f.⁶⁰. D'altro canto, non avendo la predetta nozione riscontri nel diritto euro-unitario si potrà determinare l'esigenza di un intervento del legislatore italiano «per contenere l'evidente rischio di asimmetria nella regolamentazione di questo mercato rispetto al regime applicabile in altri Stati membri»⁶¹.

Del resto, proprio la presenza di una matrice di tipo finanziario anche nei *token* di pagamento o di investimento ha condotto a criticare la nozione di *utility*

⁵⁸ Queste piattaforme sono denominate «*crypto-exchanges*». In linea di massima, i *crypto-exchanges* si presentano in due forme distinte: una centralizzata (*Centralized Exchange* – CEX) e un'altra decentralizzata (*Decentralized Exchange* – DEX). La principale differenza tra le due forme è costituita dal fatto che, mentre nel CEX si riscontra la presenza di uno o più soggetti che intermediano le operazioni in *crypto-assets* e che assicurano il regolare funzionamento del sistema, nel DEX, invece, manca tale soggetto (o tali soggetti) e le operazioni risultano totalmente disintermediate. Per maggiori dettagli cfr. BARBON-RANALDO, *On The Quality Of Cryptocurrency Markets: Centralized Versus Decentralized Exchanges*, in *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, 22-38/2022, p. 2 s., reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3984897.

⁵⁹ Cfr. ZETZSCHE-WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, cit., p. 27.

⁶⁰ Cfr. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea*, cit., p. 10, nt. 30.

⁶¹ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 30.

token fornita dalla Consob nel Rapporto finale⁶², che finisce per lasciare fuori dal regime volontario agevolativo in esso prefigurato ampia parte delle ICOs⁶³.

Un'impostazione non dissimile sembra essere stata seguita dal legislatore francese, che ha introdotto un'articolata disciplina delle ICOs aventi ad oggetto *utility token* (cc.dd. *jetons de service*), la quale si applica, dunque, unicamente ai *jetons* che non siano assoggettabili, per i propri tratti e contenuti, alla disciplina degli strumenti finanziari⁶⁴.

7. A conclusione di questo rapido *excursus* sembra di poter affermare che le tecnologie a registro distribuito a base crittografica (DLT) possano contribuire ad accelerare le potenzialità di funzionamento del mercato finanziario favorendo l'accesso di imprese ed investitori e, se correttamente governate, siano di grande importanza sotto il profilo dell'ampliamento dei possibili 'oggetti' di investimento.

Occorre tuttavia domandarsi se le iniziative di regolazione, alcune delle quali ancora in fase di elaborazione, siano effettivamente in grado, alla luce della molteplicità ed eterogeneità connotanti il fenomeno dei *token*, di offrire adeguata tutela agli investitori senza pregiudicare l'innovazione.

A fronte del panorama fenomenologico e del materiale normativo che vanno delineandosi, una qualificazione unitaria del fenomeno non sembra plausibile, ma appare preferibile procedere attraverso una lettura integrata di varie

⁶² Cfr., sul punto, CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, 2020, reperibile in <https://www.dirittobancario.it/art/initial-coin-offerings-icos-italia-francia-due-approcci-regolatori-confronto/>.

⁶³ Cfr. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, cit., p. 301. Si lamenta che la Proposta MiCAR contiene un regime *ad hoc* modellato sulla disciplina di «*mandatory disclosure*» prevista dalla legislazione finanziaria esistente; questa circostanza, unitamente ad un'impostazione di fondo incline a negare la qualificazione di «valori mobiliari» alla maggior parte degli *utility token* e all'assenza di chiari criteri distintivi fra le diverse tipologie di cripto-attività, rischia di generare incertezze e opportunità di arbitraggio (cfr. FERRARINI-GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, ECGI Law Working Paper No. 605/2021, August 2021, reperibile in http://ssrn.com/abstract_id=391476, nonché in <https://ecgi.global/content/working-papers>).

⁶⁴ Cfr., per un approfondimento, FRANÇOIS, *Actualités/Marchés financiers - Offres au public de jetons (tokens) en recourant à une chaîne de blocs (Initial coin offerings)*, in *Revue des Sociétés*, 4/2018, p. 206 s.

fonti, di diritto euro-unitario e nazionale, nel tentativo di pervenire ad una ricostruzione sistematica, che può essere attinta dalle varie tipologie di *token* e dal tipo di problemi connessi alla rappresentazione digitale dello strumento e delle sue vicende.

Accanto all'intervento regolatorio nella dimensione europea, sollecitato anche dalla natura transfrontaliera delle operazioni ed in grado di assegnare una posizione di avanguardia all'Unione europea, un ruolo tutt'altro che secondario va riconosciuto al legislatore e alle Autorità di settore nazionali, nella consapevolezza che affinché un ordinamento possa attrarre esperienze di innovazione deve dotarsi di una cornice normativa capace di non ostacolare l'evoluzione del sistema finanziario verso un più elevato livello di digitalizzazione e, per il tramite di quest'ultima, anche di democratizzazione.

Lucia Picardi

Ordinario di Diritto commerciale

nell'Università degli Studi di Napoli "Federico II"

QUALI CONTROLLI PER LE VALUTE VIRTUALI? *

(How can cryptocurrencies be controlled?)

ABSTRACT: *The paper contains some insights prompted by the question about the usefulness of cryptocurrencies and the opportunity to regulate them. Indeed, this question can find an initial solution by having regard to both the foundations of economic freedoms and the need for protection to which the contemporary State responds. Consequently, the investigation concerns the controls on cryptocurrencies, and it follows the path through the possibility of protecting people's propensity to acquire such assets and the expectations that can rationally be formed about the qualities (of the same) and transparency (of the relevant market).*

This research focuses on the European Commission's approach to the intangibles produced as a result of the application of IT and cryptographic innovation is embodied in a proposal for regulation of the crypto-assets market (MICAR) and a pilot regime for monitoring markets that rely on infrastructure based on distributed ledger technologies (DLT). This is, therefore, an analysis on the regulatory trends relates both to innovative products (including related rights and obligations, if one is supported by such an intangible asset) and to trading venues where supply and demand would meet as a result of new technological mechanisms.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Le criptovalute tra immaterialità del bene e accessorietà del rapporto giuridico. - 3. Diretrici dell'intervento pubblico tra qualità delle criptovalute e trasparenza del mercato. - 4. Innovazione tecnologica delle criptovalute in una prospettiva di law and economics. - 5. Le proposte europee per il controllo dei crypto-asset. - 6. Registri distribuiti e resilienza digitale nelle proposte di regolazione europea (DLT e DORA). - 7. Dubbi e incertezze regolamentari sugli stablecoins e sul metaverso. - 8. Conclusioni.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

1. Nella valutazione della regolazione delle valute virtuali, appare opportuno assumere l'utilità economica delle stesse, unitamente alla loro rispondenza ad un modello di mercato orientato verso la massimizzazione del benessere sociale.¹ A fronte di tale assunzione, infatti, va considerata la natura immateriale di tali beni e la loro funzione strumentale. Trattasi di elementi che ne qualificano l'essenza, in quanto il valore delle criptovalute non ha riguardo a caratteristiche fisiche delle stesse, ma alla loro utilità rispetto ad un fine specifico (che, come si vedrà, si realizza allorché il proprietario utilizza la criptovaluta all'interno di un altro, successivo rapporto giuridico²).

In altre parole, alla titolarità di una criptovaluta (acquisita a titolo originario, per averla *coniata*, o derivativo, per averla *comperata*) corrisponde un'aspettativa del titolare rispetto al riscontro, in futuro, di una domanda di acquisto di tale criptovaluta (in cambio di un prezzo pagato in valute aventi pieno corso legale) ovvero di una funzione solutoria della stessa rispetto alle obbligazioni di pagamento assunte nei confronti di taluni soggetti (nell'ambito di un accordo per lo scambio tra beni o servizi, da un lato, e tale criptovaluta, dall'altro).

Appare, quindi, di intuitiva percezione la presenza di una domanda di criptovalute formulata nel convincimento che queste ultime siano idonee a conservare un valore e ad esser trasferite a terzi in un futuro (prossimo o remoto

¹ Appare utile muovere dal riscontro di un "disordinato sviluppo quantitativo, ottenuto su basi prevalentemente convenzionali tra privati e con le ibridazioni da esse effettuate di molti strumenti di finanza tradizionale (derivati, credito, obbligazioni e simili)" cfr. *Incontro annuale con il mercato finanziario Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona*, Milano, 21 giugno 2022, p. 15

Rileva, in tale contesto, il dato secondo cui "nel 2021 la dimensione del mercato delle criptoattività è quasi triplicata, arrivando a capitalizzare circa 2.200 miliardi alla fine dell'anno, soprattutto grazie all'aumento delle quotazioni degli strumenti più diffusi"; cfr. *Relazione annuale Anno 2021 della Banca d'Italia*, Roma, 31 maggio 2022, p. 18

² Da qui, la rilevanza del dato di comune accettazione secondo cui l'approvvigionamento di valute siffatte è posto in essere da parte di persone intenzionate a cederle in adempimento di obbligazioni rivenienti da un ulteriore rapporto giuridico, da quale traggono una qualche utilità, fermo restando la considerazione secondo cui "dopo finanziaria globale del 2008, si è sommato, da parte degli operatori, gestori e risparmiatori, un desiderio di indipendenza dai certificatori ufficiali di mercato"; cfr. *Incontro annuale con il mercato finanziario Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona*, Milano, 21 giugno 2022, p. 17

che sia). Al riscontro di un convincimento siffatto corrisponde, quindi, l'interesse specifico per le motivazioni che dovrebbero indurre a ritenere che il valore della criptovaluta debba rimanere costante nel tempo (o, addirittura, avere un andamento crescente) e, quindi, l'attenzione per l'infrastruttura tecnologica che ne supporta l'esistenza (o meglio, la registrazione) e il relativo trasferimento. Ciò in quanto tale infrastruttura è una condizione necessaria affinché sia possibile il funzionamento degli scambi e, quindi, che si operi in un contesto di mercato.

Va da sé che, prima di affrontare il relativo mercato, si deve aver riguardo sia alle caratteristiche fisiche delle criptovalute, quali strumenti di conservazione e circolazione della ricchezza (per il tramite della registrazione informatica riferibile al bene immateriale in questione), sia alla dimensione spaziale nella quale si realizzano i predetti scambi (e, quindi, della facilità con cui le reti informatiche travalicano i limiti territoriali degli Stati sovrani).

Criptovalute e infrastruttura sono, quindi, *due facce della medesima moneta*, ovviamente riferibili all'autonomia privata di cui godono i relativi utilizzatori nell'ordinamento giuridico di riferimento.

2. In tale premessa, il quesito contenuto nel titolo di questo contributo potrà trovare una prima soluzione avendo riguardo sia ai fondamenti delle libertà economiche, sia ai bisogni di protezione cui risponde lo Stato contemporaneo.³ Nel soffermarsi, quindi, alle modalità e ai controlli che potranno destinati a regolare l'attività degli operatori in criptovalute, si dovrà aver riguardo alle finalità di stabilità, trasparenza, correttezza e concorrenza.⁴ Conseguentemente, tali

³ Cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive - discorso introduttivo*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

⁴ È inoltre necessario considerare gli effetti di alcune soluzioni tecnologiche che consentono di ridurre i costi operativi legati alla circolazione del denaro; cfr. Burchi, A. - Mezzacapo, S. - Musile Tanzi, P. - Troiano, V., *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*, Quaderno FinTech n. 4, 2019; Sciarrone Alibrandi, A. - Borello,

riferimenti - nell'esser di aiuto per ricondurre ad unitarietà le valutazioni condotte sinora sulla base della comune conoscenza del fenomeno - inducono a muovere dell'inquadramento giuridico delle criptovalute quali beni immateriali prodotti, almeno inizialmente, per l'effetto di un'idonea applicazione del computo matematico e della crittografia, nonché per la registrazione dei relativi risultati su un supporto elettronico (autonomo o connesso ad una rete).⁵

Alle criptovalute (o meglio all'acquisto di specifici diritti su tali beni), inoltre, possono esser anche annessi poteri, obblighi o facoltà, il cui esercizio incide sulla sfera giuridico-patrimoniale dei relativi cessionari (o dell'originario *coniatore*), per cui oltre al dato informatico occorre aver riguardo anche ai relativi accordi di cessione.⁶ Va, infatti, rilevato da subito che tali accordi possono costituire e regolare uno o più rapporti - di natura giuridico-patrimoniale tra cedente e cessionario - che contemplino obbligazioni specifiche (di fare o di dare, talora anche in favore dei successivi portatori della criptovaluta stessa e cioè dei proprietari *pro tempore* del bene immateriale di cui trattasi).

Ovviamente, rileva altresì il fatto che tale rapporto giuridico potrà esser - anch'esso - registrato e crittografato nella criptovaluta (dando sostanza al bene

G. - Ferretti, R. - Lenoci, F. - Macchiavello, E. - Mattassoglio, F. - Panisi, F. *Marketplace lending, Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno FinTech n. 5, 2019

⁵ Considerando che il successo delle criptovalute private ha permesso di acquisire un'esperienza di soluzioni ad alta tecnologia che sembra essere adatta anche alle valute sovrane, appare utile anticipare sin d'ora che i policy makers sono ora chiamati ad analizzare tale esperienza e a valutare la portata e le regole dell'intervento pubblico al fine di proteggere i diritti individuali e la stabilità finanziaria; cfr. TROIANO, *The evolving European regulatory framework of banking groups*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021; MINTO, A., *FinTech and the Hunting Technique: How to Hit a Moving Target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2017.

⁶ Quanto sopra, ovviamente, non mette in discussione l'importanza della moneta sovrana e della sovranità, ma suggerisce di analizzare il successo delle criptovalute private (alternative alla moneta sovrana), e - per quanto riguarda il caso italiano - di considerare la limitata base giuridica legata all'approccio sviluppato dal nostro legislatore fin dal Codice del Commercio del 1882, ove si prevedeva la possibilità di pagamento in "moneta non avente corso legale", fermo restando l'obbligo di accettare anche il cambio in moneta sovrana, norma che è sopravvissuta nel tempo e che - vale la pena ribadirlo - è ancora oggi presente nell'articolo 1278 del Codice civile; cfr. LEMMA, *Tutti gli interrogativi legali che solleva il fintech*, in *Wired*, 22 gennaio 2020

immateriale in considerazione). Ciò, al pari del fatto che la procedura informatica di trasferimento della criptovaluta potrà registrare informazioni relative alla cessione stessa (i.e. dati anagrafici, tempi, luoghi, etc.), conservarle o trasmetterle a terzi.⁷

Utile soffermarsi a valutare inoltre che, nella generalità dei casi, la creazione della criptovaluta non comporta l'instaurazione di un vincolo obbligatorio tra il coniatore (i.e. l'emittente - in un linguaggio che faccia riferimento a termini comuni nei mercati finanziari di matrice novecentesca - della valuta stessa) e il relativo utilizzatore (i.e. il proprietario *pro tempore*). In altri termini, non è necessariamente previsto che le criptovalute siano "pagabili a vista dal portatore" (per utilizzare le parole stampate sulle ultime lire), per cui il controvalore di emissione delle criptovalute in circolazione - per solito - non è registrato in alcuna sezione passiva di alcuno stato patrimoniale. Pertanto, l'insieme degli elementi informatici e crittografici di tali beni, unitamente ai diritti e agli obblighi ai medesimi annessi, rappresentano le qualità intrinseche di tali beni (e, in tale accezione, questo insieme potrà esser preso in considerazioni dal regolatore al fine di assicurare livelli minimi di affidabilità dei beni stessi rispetto al bisogno espresso dal relativo utilizzatore).

Tuttavia, appare utile mettere in luce i casi in cui è possibile riscontrare un diritto in capo al proprietario della criptovaluta (ad esempio il diritto al rimborso di una somma in caso di restituzione della criptovaluta al creatore ovvero ad un precedente cedente), nonché la riconducibilità del diritto ad un'obbligazione (del creatore della criptovaluta o di un terzo) contabilizzata nello stato passivo del coniatore. Ciò, rende necessario soffermarsi a considerare anche i casi in cui

⁷ In particolare, appare utile evidenziare che, al presente, l'industria fintech offre soluzioni in grado di migliorare la qualità e l'efficienza degli scambi monetari. È chiaro che le banche centrali possono sfruttare le ultime innovazioni per migliorare il funzionamento della moneta sovrana, con l'obiettivo di raggiungere una configurazione compatibile con le esigenze di un'economia che si basa sia su un ambiente naturale che digitale. Un'opportunità per l'intervento pubblico, dunque, per favorire la crescita economica; cfr Mersch, Y., *Money and private currencies: Reflections on Libra. Speech by Member of the Executive Board of the ECB*, ESCB Legal Conference, Frankfurt am Main, 2 Settembre 2019

Cfr. altresì PROIETTI, *Algoritmi e interessi del titolare del trattamento nella circolazione dei dati personali*, in *Contratto e Impresa*, 2022, p. 880 ss.

l'operazione - nel prevedere un rapporto giuridico tra coniatore e proprietario - potrebbe esser ricondotta ad istituti giuridici disciplinati dal nostro ordinamento (quale ad esempio l'offerta al pubblico di titoli di debito) e, quindi, valutata come una forma di (incorporazione di diritti in un bene immateriale o, meglio, di) *cryptoization* dell'operazione stessa, per cui sarebbe difficile asserire che la *virtualità* del fenomeno renda ipotizzabile la disapplicazioni delle regole atte a disciplinare le corrispondenti tipologie di operazioni che trovano esecuzione nei mercati tradizionali.⁸

Trattasi, quindi, di un ambito di indagine in cui si deve aver riguardo ai contenuti delle criptovalute, alle informazioni che con esse circolano, agli accordi che ne supportano lo scambio e alla regolarità dei meccanismi di trasferimento delle stesse, nonché alle dinamiche di formazione del relativo prezzo (e degli elementi disponibili per la formazione della volontà posta a fondamento della domanda e dell'offerta).⁹ Ciò, ovviamente in un contesto che si ancora su un complesso di *networks* e *device* che registrano l'esistenza stessa delle criptovalute e ne consentono la circolazione.¹⁰

⁸ Sia consentito richiamare, a titolo esemplificativo, il caso in cui un coniatore offra la propria criptovaluta in cambio di denaro, con la promessa di impiegarlo per un determinato affare e, qualora si verificassero determinate condizioni, di restituire al proprietario della moneta il denaro al tempo ricevuto, integralmente o in una diversa misura (maggiore o minore) calcolata secondo parametri specifici, di natura economica (ad esempio il conseguimento di un risultato utile al termine dell'affare) o di natura diversa (ad esempio la violazione di taluni criteri ESG); cfr. sul punto Cian M., *La criptovaluta - Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2019, pt. 1, p. 315 ss.

⁹ Oggi, infatti, l'intervento pubblico è impegnato nella ricerca di soluzioni normative volte a massimizzare il benessere degli operatori evitando asimmetrie a danno dei soggetti più deboli (consumatori, risparmiatori, debitori, ...). Utile richiamare, in proposito, il documento *FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, 8 marzo 2018, per quanto riguarda l'impatto delle Fintech sul modo in cui i servizi finanziari sono prodotti e forniti, in quanto questo documento chiarisce che le FinTech si trovano all'incrocio tra i servizi finanziari e il mercato unico digitale.

¹⁰ La digitalizzazione della finanza pone nuove sfide ai policy maker, chiamati a scegliere se e come indirizzare i movimenti di capitale in un mercato che ha assunto una dimensione globale e una frequenza di scambi molto elevata, fuori dall'ambito della vigilanza prudenziale; cfr. VAN LOO, *Making Innovation More Competitive: The Case of Fintech*, in *UCLA Law Review*, 2018. Si veda

Ciò posto, si comprende come - per un verso - (i) lo Stato sia chiamato ad interrogarsi sugli effetti delle criptovalute rispetto alla propria politica economica e, in particolare, l'incidenza della creazione e della circolazione delle stesse sulle dinamiche monetarie di riferimento e - per altro - (ii) in presenza di un rapporto giuridico tra il coniatore della criptovaluta e un terzo sia necessario prevedere una forma di intervento pubblico per la tutela dell'affidamento riposto da ciascuna controparte negoziale sull'esistenza di un mercato concorrenziale e di un valore equo dei beni in parola.¹¹

3. Nel riferirsi al 'processo creativo' delle criptovalute, appare utile muovere dall'attività del coniatore e al bisogno dei cessionari che acquistano la proprietà di tali beni. Ovviamente, nel dar corso a tale analisi si dovrà aver riguardo al fatto che tra il primo soggetto e il secondo si potrebbe frapporre un insieme non ordinato di cedenti (i quali, nel tempo, hanno assunto - a loro volta - la posizione di cessionari).¹² Trattasi, infatti, di un insieme di operazioni che trovano esecuzione al di fuori di un sistema di centralizzazione o di registrazione degli scambi stessi, per cui la conclusione dei relativi accordi è realizzata per effetto di flussi informativi nebulosi a sviluppo verticale (ipotizzando di disporre sulle ascisse l'intensità del *need of protection* espresso dalle controparti negoziali).

Ciò posto, va preliminarmente ricordato che le passate condizioni sociali hanno consentito di svolgere le analisi *in subjecta materia* assumendo una chiara

altresì DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori?*, in *Contratto e impresa*, 2017, p. 637 ss.

¹¹ A tale fine, infatti, sembra corrispondere un intervento pubblico orientato a delimitare l'autonomia negoziale dei privati, laddove il superamento di ogni riferimento alla moneta sovrana potrebbe comportare inefficienze operative di significativo rilievo e, quindi, risultare poco compatibili con i mercati posti a fondamento del sistema capitalistico contemporaneo; cfr. MASERA, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione europea. Le sfide del. Coronavirus e di Basilea IV*, ECRA, 2021, *passim*.

¹² Cfr. CAPPIELLO B., "Cepet leges in legibus". *Cryptoasset and cryptocurrencies private international law and regulatory issues from the perspective of EU and its Member states* ("Cepet leges in legibus". *Diritto internazionale privato in materia di "Cryptoasset" e "cryptocurrencies" e questioni giuridiche dal punto di vista dell'UE e dei suoi Stati membri*), in *Diritto del commercio internazionale*, 2019, p. 561 ss.

primazia della moneta coniata da uno stato sovrano e avente corso legale rispetto alle alternative con funzione solutoria di matrice privata, nonostante talora queste ultime ne rappresentassero un *buon* sostituto.¹³ Al presente, va invece considerata la presenza di aspettative variegate, in capo al proprietario di una criptovaluta, rispetto all'impiego della stessa nell'economia e nella finanza, talora - non solo al fine di disporre di un mezzo di pagamento, ma anche - con finalità di investimento (riferibili all'ipotesi di una società futuribile in cui beni siffatti saranno di comune uso e, quindi, destinatari di una domanda crescente rispetto alla loro reperibilità).¹⁴ Tuttavia, nel procedere verso l'identificazione dei controlli riferibili alle criptovalute, non appare necessario approfondire la definizione giuridica dell'istituto in parola, essendo invece utile notare la differenza esistente tra i casi in cui la moneta è sorretta dal pubblico o dal privato rispetto alle modalità in cui la moneta sovrana e quella ad essa alternativa assolvono alle relative funzioni giuseconomiche (e cioè quelle di mezzo di scambio per l'acquisto di beni o servizi e uno strumento di conservazione del valore).¹⁵

Conseguentemente, si individua un percorso verso cui orientare l'indagine in ordine ai controlli sulle criptovalute e cioè quello che prevede la valutazione della possibilità di tutelare la propensione delle persone all'acquisizione di tali beni e le aspettative che *razionalmente* si possono formare sulle qualità (dei medesimi) e sulla trasparenza (del relativo mercato).¹⁶ Nell'affermativa conclusione di una

¹³ Cfr. per tutti SAVONA P., *Alla ricerca della sovranità monetaria*, Milano, 2000, p. 25 ss.

¹⁴ Cfr. RULLI E., *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, p. 121 ss.; MOTRONI R., POSOCCO L., *La dématérialisation et la désintermédiation dans la révolution des "Fintech": premières considérations*, in *Rivista di diritto dell'economia dei trasporti e dell'ambiente*, 2017, p. 19 ss.; MATTASSOGLIO F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo "crypto" o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, I, p. 413 ss.

¹⁵ Cfr. CARRIERE P., *Il fenomeno delle crypto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 2020, p. 46 ss.

¹⁶ In sintesi, può dirsi che criptovalute così prodotte potranno esser capaci di rispondere a tali aspettative oppure no, tuttavia possono comunque esser oggetto di un rapporto giuridico di scambio

valutazione siffatta, sarà doveroso identificare i presidi atti ad evitare che la volontà dei privati (posta a fondamento della domanda di criptovalute) scenti una confusione tra la 'moneta sovrana' e la 'moneta senza conio'¹⁷ (ovvero che tale confusione provenga da valutazioni ancorate alla tolleranza mostrata sinora delle autorità competenti rispetto al fenomeno in esame).¹⁸

Pertanto, si comprendono le ragioni per cui - a fronte di un iniziale mero censimento dei soggetti operano nel settore in considerazione - viene ora proposto - da più parti (e, in particolare, dalle istituzioni europee) - l'avvio di un intervento pubblico di regolamentazione che abbia lo scopo di introdurre presidi aventi ad oggetto, da un lato, la qualità delle criptovalute e, dall'altra, la trasparenza del relativo mercato. Peraltro, si comprende altresì la volontà di ridefinire i contenuti dei regimi disciplinari riferibili ai soggetti che, nello svolgimento di attività riservate di matrice tradizionale (quale può essere lo svolgimento di servizi di investimento), possono scegliere di estendere la propria operatività alle criptovalute (ad esempio, fornendo consulenza sulle criptovalute).¹⁹

con denaro (divenendo sua volta oggetto di un rapporto di compravendita) ovvero con altri beni o servizi (richiamando lo schema della permuta).

¹⁷ Cfr. Dante, Pd, XXIX, 128

¹⁸ Anche se la tolleranza delle autorità rispetto a questo fenomeno è sorprendente, ciò non sorprende poiché l'accettazione delle nuove valute private ha finora corrisposto sia alla politica monetaria espansiva sia alla scelta di non intervenire in episodi marginali (rispetto al volume complessivo del mercato monetario mondiale). Tuttavia, va notato che le banche centrali hanno impiegato qualche anno prima di iniziare a confrontarsi con il ruolo del fintech rispetto alle dinamiche monetarie. Solo di recente, infatti, stanno prendendo in considerazione lo sviluppo tecnologico degli strumenti utilizzati in alternativa alle banconote e ad altri meccanismi per far circolare la moneta sovrana nell'economia. Nell'assumere tale prospettiva, è necessario soffermarsi sull'analisi giuridica delle nuove opportunità offerte da una moneta sovrana, digitale e crittografica. Non c'è dubbio che l'innovazione tecnologica consentirebbe a tale moneta di accelerare l'esecuzione dei pagamenti, eliminando (o almeno ridimensionando) la controparte centrale delle transazioni e, allo stesso tempo, garantendo la certezza delle transazioni che avvengono nel mercato dei capitali.; cfr AA.VV., *Crypto-Assets: Implications for Financial Stability, Monetary Policy, and Payments and Market Infrastructures*, ECB Occasional Paper No. 223/2019.

¹⁹ Ciò posto, l'intervento pubblico dovrà seguire una duplice direttrice, riferibile - per un verso - alla regolazione della tecnologia elettronica-informatico-crittografica (utilizzata nel processo creativo, nella conservazione e nel trasferimento delle criptovalute) e per altro alla tutela dei diritti delle parti che concludono accordi aventi ad oggetto le criptovalute, nonché alla salvaguardia del mercato dei capitali da eventuali esternalità prodotte da queste ultime.

4. Nel muovere verso l'inquadramento giuridico dei fenomeni riferibili alle criptovalute, appare utile far cenno al fenomeno reattivo che - nel corso delle ondate di crisi finanziaria di questo millennio - hanno contestato le modalità in cui l'intervento pubblico regolasse la circolazione della ricchezza e, al contempo, hanno accolto con favore ogni alternativa che non facesse affidamento alle tutele proprie dello stato di diritto (quale è stata *sino a tempi recenti* quella offerta dalle criptovalute).²⁰

Seppur limitato, il riferimento alle ipotesi di *superamento* dei sistemi monetari propri degli stati sovrani se, per un verso, non hanno sinora trovato riscontro in un processo evolutivo unico e coerente (che dovrebbe aver corso quantomeno nelle economie maggiormente significative), per altro appaiono ancorate a forme di democrazia diretta che non hanno trovato affermazione nei paesi maggiormente sviluppati (nonostante taluni successi elettorali). Sicché, nel procedere verso l'approfondimento del quadro normativo di riferimento, appare opportuno aver riguardo alla possibilità di distinguere tra l'*utopia* di un abbandono della moneta sovrana e l'*utilità* delle tecnologie poste a fondamento delle criptovalute. Da qui, un'analisi giuridica che abbia riguardo alla possibilità di conservare i successi conseguiti da beni, operatori e sedi di negoziazione che danno contenuto al mercato delle criptovalute, al fine di promuovere l'impiego delle innovazioni tecnologiche nel mercato dei capitali e, in particolare, nel relativo comparto monetario.

5. L'approccio della Commissione Europea ai beni immateriali prodotti per

²⁰ Trattasi, ovviamente, di un consenso diffuso a valle dei rapporti posti in essere tra gli operatori che aderiscono pienamente alla wired-society; operatori che - non di rado - hanno prospettato la possibilità che il successo di tali soluzioni alternative alla 'moneta sovrano' avrebbero potuto costituire un portato dell'evoluzione tecnologica e ideologica della comunità che esprime la propria socialità nello spazio creato dalla rete. Per vero, seguendo una logica siffatta, si sono formulate talune ipotesi secondo cui le predette soluzioni darebbero attuazione ad una forma di libertà operativa che sottrarrebbe gli scambi alla sovranità statale; cfr. LEMMA, *The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, in *Open Review of Management Banking and Finance*, 2022

effetto dell'applicazione dell'innovazione informatica e crittografica si compendia in una proposta di regolazione del mercato dei crypto-assets (MICAR)²¹ e, come si vedrà nel prossimo paragrafo, di un regime pilota per il controllo dei mercati che si affidano a infrastrutture basate sulle tecnologie di distributed ledger (DLT).²² Trattasi, quindi, di una direttrice interventistica che si riferisce sia ai prodotti innovativi (compresi i relativi diritti e obblighi, se uno di essi è supportato da tale attività immateriale) sia alle sedi di negoziazione in cui la domanda e l'offerta si incontrerebbero per effetto di nuovi meccanismi tecnologici.²³

A ben considerare, si versa in presenza di una politica regolamentare di tipo interventistico che sembra aver riguardo ad obiettivi di lungo periodo, incentrato sulla correzione di eventuali fallimenti del mercato. Richiamando quanto indicato nei paragrafi precedenti, infatti, si può ritenere che la promozione di una nuova fase di crescita economica richieda un'applicazione efficace della tecnologia finanziaria per migliorare le dinamiche del mercato dei capitali. Ed ancora, non rilevano esclusivamente i guadagni dovuti alle nuove piattaforme che stanno sostituendo l'attività bancaria tradizionale - le cui relazioni sono basate sul possesso di un dispositivo o sono il risultato dell'utilizzo di un'applicazione (in una sorta di shadow banking alimentato dalla tecnologia) - né le soluzioni derivanti dall'accesso diretto degli individui a nuove forme di interconnessione (dovute alla

²¹ Utile anticipare che un intervento di vigilanza su qualsiasi forma di crittografia rappresenterebbe un presupposto per innovare i sistemi sviluppati nel ventesimo secolo per la circolazione della moneta (basati su banche centrali, banconote e banche, nonché sulla moneta elettronica e sui servizi di pagamento forniti da intermediari regolamentati), considerando sia l'attuale applicazione della crittografia e della tecnologia distributed ledger per sostituire la moneta, sia la prospettiva di applicare l'innovazione della crittografia all'attività di emissione di moneta sovrana svolta dalle banche centrali, cfr. ECB, *Central bank group to assess potential cases for central bank digital currencies*, Bruxelles 21 Gennaio 2020; DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Torino, 2020, p. XII ss.

²² In effetti, il regime pilota consentirebbe di costruire un'esperienza specifica nella gestione di tali dinamiche e, quindi, le prove necessarie per delineare un regime normativo permanente all'interno dell'UE, come dichiarato nella Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 594 final 2020/0267 (COD), p. 6

²³ Cfr. NELSON, *Financial stability and monetary policy issues associated with digital currencies*, in *Journal of Economics and Business*, 2018

disintermediazione della finanza).²⁴ È evidente, infatti, che la Commissione muova dall'assunto che i beni in parola sono strettamente collegati ad un complesso di *tecnicità* molto articolate e stratificate, con riferimento sia all'essenza del bene, sia alla sua circolazione.²⁵

Sicché, appare possibile ritenere che l'intervento della Commissione risulti incentrato sulla definizione delle regole di mercato, all'interno delle quali gli operatori potranno poi assumere decisioni informate, attesa sia l'emissione di crypto-asset affidabili sia la loro commercializzazione in un contesto di parità negoziale.

È chiaro, nel testo della proposta MiCAR, l'obiettivo delle autorità europee, il quale è riferibile direttamente alla protezione dei privati contro alcuni dei rischi associati all'investimento in crypto-asset, al fine di aiutarli a evitare schemi fraudolenti. Pertanto, le nuove norme introducono forti requisiti per proteggere i portafogli e per stabilire la responsabilità dei fornitori di servizi nel caso in cui questi ultimi vengano meno ai relativi obblighi di custodia.²⁶

Riformulando il quesito che dà il titolo a queste riflessioni, ci si può interrogare sulle soluzioni normative possono favorire l'efficienza del mercato della moneta attraverso la digitalizzazione di prodotti e scambi. È ormai convinzione

²⁴ Cfr CANEPA, *Il dilemma della regolazione delle piattaforme*, in AA.VV., *I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole*, Torino, 2018, p. 143 ss.

²⁵ A questo proposito, l'approccio dell'UE fa riferimento alla definizione di limiti specifici all'autonomia privata (nel trattare e conservare questi prodotti) e alla vigilanza pubblica per proteggere gli investitori e preservare la stabilità finanziaria, sostenendo al contempo l'innovazione nello sviluppo di asset basati sulla crittografia. Appare ormai chiaro l'intento di favorire l'affermazione di un mercato in cui le soluzioni digitali faranno parte della sua formula operativa, con l'ovvia conseguenza che le autorità di vigilanza saranno sempre più interessate ai rapporti instaurati con i fornitori delle innovazioni tecnologiche che sostengono questa fase dell'evoluzione finanziaria; cfr. SAVONA, *Features of an economics with cryptocurrencies*, *Lectio Magistralis*, Università di Cagliari, 5 Ottobre 2021

²⁶ In effetti, a ben vedere, i policy maker risultano interessati alle criptovalute anche per la specificità del loro mezzo tecnologico più che per il modo in cui conferiscono diritti o obblighi ai loro utenti; cfr. RABITTI, *Internet Of Things, intelligenza artificiale e danno: l'incerta attribuzione della responsabilità*, in AA.VV., *Tech Law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, Napoli, 2021, p. 161 ss.

diffusa che le innovazioni più marcate riguardino la struttura delle negoziazioni aventi ad oggetto i cripto-assets, ma non i diritti in essi contenuti (ammesso che ve ne siano).

Del resto, con riferimento ai cripto-asset che non sono riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari, il regolatore europeo ha proposto un intervento disciplinare che guidi lo sviluppo del settore verso un punto di equilibrio che ne garantisca la resilienza e la sostenibilità (e, quindi, si è preoccupato di introdurre regole in grado di evitare i fallimenti del mercato e di allineare le soluzioni commerciali con le esigenze di stabilità finanziaria e di protezione dei clienti). Per converso, nei casi in cui i crypto-assets rientrino nell'ambito di applicazione delle regole previste per i mercati degli strumenti finanziari, opera un rinvio alla disciplina tradizionale, con tutte le difficoltà applicative riferibili alla gestione di una sorta di doppio binario (tra la tecnologia utilizzata dalle società regolamentate e quella delle fintech-firms).²⁷

Volgendo l'attenzione all'approccio dianzi indicato quale fondamento del MICAR, è evidente che il regolatore europeo non è riuscito a distinguere nettamente tra infrastruttura e prodotto,²⁸ con l'ovvia conseguenza di rimettere alle prassi di vigilanza la verifica di un'equilibrata attribuzione di diritti e obblighi ai soggetti che - a vario titolo - intervengono nelle operazioni in esame. Utile rilevare che questa mancanza potrebbe aver conseguenze pratiche sulla effettiva parità concorrenziale delle infrastrutture, le quali sono tradizionalmente regolamentate al fine di ridurre i costi transazionali, aumentare le informazioni e garantire la loro resilienza operativa (laddove il prodotto oggetto di commercializzazione è

²⁷ A questo proposito, appare utile tener presente che l'intervento pubblico deve riguardare le caratteristiche tecniche dei prodotti e quindi i diritti e gli obblighi in essi previsti. Ciò significa altresì che la regolamentazione dei rischi legati ai cripto-asset si riferisce sia all'uso della crittografia (e delle reti decentrate per circolare) sia ai diritti che un consumatore ottiene con l'investimento in cripto-asset; cfr. AMMANNATI, *Regolare o non regolare, ovvero l'economia digitale tra 'Scilla e Cariddi*, in AA.VV., *I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole*, Torino, 2018, p. 101 ss.

²⁸ Cfr. IMF., *Virtual currencies and beyond: Initial considerations*, IMF Staff Discussion Note, 2016

regolamentato per assicurare un livello minimo di qualità e utilizzabilità), donde la presenza di dubbi variegati sulla capacità che la proposta in parola persegua al meglio il fine di proteggere la parte debole di un contratto.²⁹

Ciò non esclude che l'intento della Commissione avesse di mira questa tutela,³⁰ tuttavia - a livello normativo - il contenuto del MICAR si riferisce a regole uniformi per: (a) la trasparenza e l'informativa; (b) l'autorizzazione e la vigilanza; (c) il funzionamento, l'organizzazione e la governance (degli emittenti e dei fornitori di servizi); (d) la protezione dei consumatori; (e) gli abusi di mercato.³¹

Si tratta, in definitiva, di un insieme di norme atte a definire le modalità di funzionamento di un mercato regolamentato per *beni crittografici* che non si qualificano come strumenti finanziari (secondo la definizione dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della direttiva 2014/65/UE), né come moneta elettronica (secondo la definizione dell'articolo 2, punto 2, della direttiva 2009/110/CE, tranne nel caso in cui si qualificano come gettoni di moneta elettronica ai sensi del presente regolamento); depositi (come definiti all'articolo 2, paragrafo 1, punto 3, della direttiva 2014/49/UE); depositi strutturati (come definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della direttiva 2014/65/UE); cartolarizzazione (come definita all'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2017/2402).³²

²⁹ Cfr. HONDIUS, *The Protection of the Weak Party in a Harmonised European Contract Law: A Synthesis*, in *Journal of Consumer Policy*, 2004, p. 245 ss.

³⁰ Anche se questo tipo di approccio richiederebbe uno sforzo significativo all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) nello sviluppo di standard tecnici di regolamentazione sul funzionamento di questo mercato, nonché una maggiore attenzione alla protezione dei dati personali, alla solidità della cybersecurity e, in ultima analisi, a scelte organizzative resilienti (a causa della possibile accelerazione che seguirà questo nuovo regolamento); cfr. OECD, *How to deal with Bitcoin and other cryptocurrencies in the System of National Accounts?*, intervento al Meeting of the Working Party on Financial Statistics, 5 Novembre 2018

³¹ Sul punto, viene in considerazione la possibilità di un intervento specifico per garantire la resilienza del settore finanziario, come ha sottolineato la Commissione nel definire le priorità per rendere l'Europa adatta all'era digitale e per costruire un'economia pronta per il futuro che funzioni per i cittadini; si veda *The EBA's fintech roadmap. Conclusions from the consultation on the EBA's approach to financial technology (fintech)*, 15 Marzo 2018

³² Non a caso, la Commissione europea ha sostenuto una proposta incentrata sullo sfruttamento delle opportunità offerte da prodotti innovativi che esulano dall'ambito di applicazione dell'attuale

A valle di tale impostazione, tuttavia, si individuano specifiche difficoltà nel classificare un prodotto evoluto come una rappresentazione digitale di valore o di diritti (che può essere trasferita e conservata elettronicamente, utilizzando la tecnologia DLT, ossia un cripto-asset), considerando che la sua sottoscrizione non deve attribuire all'investitore alcuno dei diritti e degli obblighi che portano a qualificarlo come prodotto finanziario.³³ Resta da attendere le prime soluzioni pratiche, al fine di valutare se l'adozione di una regolazione siffatta porti ad una netta separazione tra i beni crittografici *semplici* (cui non è associato alcun diritto finanziario o alcun elemento sottostante da cui possa dipendere il relativo valore) e quelli *complessi* (rispetto ai quali potrebbe esser possibile riscontrare una componente finanziaria o derivativa atta a proiettare la transazione verso l'ambito di applicazione della disciplina tradizionale).³⁴

Ciò posto, quel che appare evidente è la scelta di un approccio graduale che, al presente, non arriva al controllo pubblico diretto dei programmatori degli algoritmi che formulano scelte di gestione o, quantomeno, i produttori degli

regolamentazione finanziaria, e ciò sembra essere finalizzato a rendere il mercato del denaro più competitivo ed efficiente. È chiaro, infatti, che il mercato unico fornisce un ambiente regolamentato utile per consentire all'innovazione di servire il benessere dei cittadini, nella misura in cui le autorità di vigilanza sono in grado di controllare che l'uso di algoritmi e big-data non allinei il comportamento degli intermediari a scapito della concorrenza, così come possono verificare che la struttura della rete sia resiliente e che la progettazione di nuovi prodotti non influisca sulla condotta a scapito della gestione sana e prudente.; cfr. art. 1 e 2 della Proposta MiCAR

³³ Analogamente a dirsi per la classificazione (i) del tipo di cripto-asset che può essere utilizzato come mezzo di scambio e che pretende di mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta fiat avente corso legale (ossia, il token di moneta elettronica), che è un prodotto finanziario; nonché (ii) del tipo di cripto-asset che pretende di mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di un'altra attività (ad esempio, diverse valute fiat con corso legale, una o più materie prime o uno o più cripto-asset, o una combinazione di tali attività, ossia token con riferimento all'attività), che non si qualificheranno come derivati.

³⁴ Viene in considerazione, sul punto, l'interferenza tra il funzionamento del mercato e l'affidabilità dei diritti legati alla sottoscrizione di una criptovaluta. Entrambi sono integrati in un complesso digitale che dà contenuto al sistema descritto sopra come mercato. Questo, ovviamente, è un mercato che è stato incluso nell'ambito dell'intervento pubblico (attraverso le tutele previste stabilite dal MiCAR), ma è necessario anche controllare la tecnologia rispetto alla possibilità di garantire l'esercizio dei diritti individuali per assicurare che la scelta di una tecnologia non incida sulle tutele pubbliche e sui backstop; cfr. Lemma, Fintech regulation, cit., p. 5

algoritmi che guidano l'auto-esecuzione delle transazioni su base criptografica.³⁵

In ogni caso, appare lodevole - da un punto di *law and economics* - l'opzione di dar corso all'intervento pubblico sugli emittenti che offrono i cripto-asset al pubblico (e su coloro che chiedono l'ammissione di tali cripto-asset alla negoziazione su una piattaforma di trading). Ed invero, ancorando la regolazione alle qualità soggettive dell'emittente (art. 4), alla presenza di un "white-paper" informativo (art. 5) e di un contenuto minimo per le comunicazioni di marketing (art. 6), la Proposta MiCAR pone le fondamenta per una forma di controllo sulle asimmetrie informative più comuni.³⁶

Viene alla mente il principio 'same activity, same risk, same rules and same supervision' e, quindi, l'obbligo per i decisori politici di adottare un chiaro impegno a promuovere una regolamentazione per un mercato che recepisca le innovazioni sicure ed efficienti, quali potrebbero esser quelle che supportano le negoziazioni basate sulla crittografia e sui registri distribuiti.

6. Nel procedere oltre lungo la disamina degli interrogativi sulle possibili forme di controllo delle criptovalute, appare utile proiettarsi verso la relativa infrastruttura e, quindi, sulle esigenze di protezione e resilienza che qualificano il mercato dei capitali, in generale.³⁷ Prescindendo, quindi, da considerazioni gius-

³⁵ Cfr. LOPUCKI, *Algorithmic Entities*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 17-09*, 2017; PERNICE C., *Smart contract e automazione contrattuale: potenzialità e rischi della negoziazione algoritmica nell'era digitale*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2019, I, p. 117 ss.

³⁶ Così come la previsione del diritto di recesso proteggerebbe i consumatori dalle loro stesse decisioni irrazionali (art. 12)

³⁷ In altri termini, in questa fase dell'analisi, ci si soffermerà su tipologie di controlli che non attengono alla possibilità che (in alcuni casi) le criptovalute possano essere utilizzate quale alternativa che - attraverso la tecnologia blockchain e distributed ledger - assolva alle funzioni tradizionali della moneta sovrana (e quindi possano essere considerate un sostituto della moneta). Al contrario, si intendono approfondire le conseguenze della creazione di un regime pilota per supportare la transazione dell'attuale infrastruttura di mercato da un design centralizzato all'uso effettivo delle tecnologie di distributed ledger.

economiche in ordine alla convenienza ed alla affidabilità delle nuove tecnologie,³⁸ appare utile assumere che una sperimentazione dei registri distribuiti (e, quindi, della DLT) in un *ambiente controllato*; ambiente che possa consentire di acquisire gli elementi cognitivi necessari per definire il perimetro dell'intervento pubblico (se del caso arrivando a vigilare i programmatori) e le relative forme di supervisione (avendo riguardo anche alle imprese che offrono servizi di negoziazione e di regolamento). Da qui, l'importanza che emergano infrastrutture di mercato - per tali intesi i sistemi multilaterale di negoziazione o i sistemi di regolamento dei relativi titoli - che operano attraverso l'applicazione della DLT.³⁹

Significativo, al riguardo, l'obiettivo proposto dalla Commissione europea avendo riguardo all'introduzione di un 'nuovo status' per le infrastrutture di mercato DLT atto a supportare lo sviluppo di crypto-attività basate sulla DLT, ivi comprese quelle che - ai sensi della vigente normativa dell'Unione in materia di servizi finanziari - rientrano nella definizione di strumenti finanziario.⁴⁰ Da qui, una specifica qualificazione delle piattaforme che operano nel comparto in parola, proiettate verso il modello dei sistemi multilaterali di scambio atti ad assicurare la

³⁸ È stato rilevato dalla Commissione europea che la DLT può consentire il regolamento quasi in tempo reale, riducendo il rischio di controparte durante il processo di regolamento. La natura distribuita della DLT potrebbe anche attenuare alcuni rischi connessi alla cibersicurezza che comportano le infrastrutture di mercato centralizzate, come il punto singolo di vulnerabilità (single point of failure). L'uso della DLT potrebbe ridurre i costi liberando capitali grazie alla minore necessità di prestare garanzie reali e ai processi automatizzati (con il ricorso a contratti intelligenti) che potrebbero semplificare alcune procedure di back office (ad esempio la riconciliazione); cfr. *Explanatory memorandum of the Proposal for DLT Pilot Regime*.

³⁹ In effetti, i policy-makers si sono concentrati sempre più sui rischi derivanti dalla dipendenza dalla crittografia e dalla tecnologia dell'informazione, nonché sul funzionamento continuo dei protocolli e delle infrastrutture di comunicazione; cfr. HOUBEN, R. - SNYERS, A., *Cryptocurrencies and blockchain. Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion*, in *European Parliament - Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies - Directorate-General for Internal Policies*, 2018.

⁴⁰ Per conseguire tale obiettivo è stato ritenuto opportuno creare un nuovo status dell'Unione per le infrastrutture di mercato DLT. Tale status dovrebbe essere facoltativo e non dovrebbe impedire alle infrastrutture dei mercati finanziari, quali sedi di negoziazione, depositari centrali di titoli e controparti centrali, di sviluppare servizi e attività di negoziazione e post-negoziazione per le crypto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari o basate sulla DLT, ai sensi della vigente legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari; cfr. *Considerando* n. 6 della *Proposal for DLT Pilot Regime*

parità negoziale e la riduzione dei costi transattivi.⁴¹

Va da sé che un 'Regime Pilota' siffatto - pur facendo parte del pacchetto UE sulla finanza digitale⁴² - proietta l'operatività verso una formula digitale e crittografica che sinora qualificava (quasi) esclusivamente le criptovalute.⁴³ Pertanto, in tale contesto, risulta importante muovere dalla consapevolezza che una sperimentazione che si realizza attraverso deroghe per l'utilizzo della DLT (nella negoziazione e post-negoziazione di crypto-asset che si qualificano come strumenti finanziari) consente di agevolare anche l'operatività degli intermediari tradizionali, in quanto evita una duplicazione delle operazioni legate alla circolazione dei cryptoasset (oggi tenuti ad adempiere anche alle registrazioni informatiche tradizionali), senza tuttavia eliminare gli obblighi previsti dal regime MiFID. Ciò in quanto è fermo l'intento di assicurare una gestione sicura e sana dei mercati e dei capitali che in essi circolano.

Soffermandosi, in particolare, sui controlli previsti per le infrastrutture di mercato DLT, occorre mettere in evidenza il riferimento alle nozioni di "infrastrutture di mercato DLT", ferma la natura multilaterale dei relativi sistemi, la presenza di un sistema di settlement e l'indicazione dei valori mobiliari DLT oggetto di scambio (come definiti dall'articolo 2 e, in considerazione delle limitazioni all'uso previste dall'articolo 3). Conseguentemente, intatti, la possibilità che l'innovazione tecnologica assicuri la certezza giuridica delle transazioni che non convergono verso

⁴¹ Cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, 2020, p. 81 ss.

⁴² Considerando l'opzione per tale regime pilota, appare utile precisare che la proposta in parola esclude che il controllo possa svolgersi sul piano della soft law (ossia attraverso la pubblicazione di misure non vincolanti per fornire indicazioni sull'avvio di un'operatività conforme ai principi del quadro normativo dell'UE sui servizi finanziari. A ben considerare, tale opzione appariva necessaria, in quanto un'interpretazione rigida dell'attuale quadro normativo avrebbe potuto impedire l'uso delle nuove tecnologie nel mercato finanziario, per cui la soft law avrebbe potuto essere uno strumento efficace.

⁴³ Tuttavia, appare utile precisare che la proposta di un regime pilota non sostiene l'uso delle criptovalute in alternativa al denaro, ma promuove la sperimentazione di infrastrutture di mercato DLT, in modo che gli attuali soggetti controllati siano in grado di sfruttare appieno il potenziale delle tecnologie esistenti, consentendo alle autorità di vigilanza e ai legislatori di monitorare questa sperimentazione e di identificare i potenziali pericoli e fallimenti del mercato.

un unico centro, garantendo la protezione dei diritti individuali (insieme all'integrità del mercato) e la stabilità finanziaria complessiva (selezionando il tipo di prodotti che possono circolare sotto questo regime).⁴⁴

Alla luce di quanto precede sembra possibile risolvere il quesito posto in premessa assumendo che i policy-maker (di questa proposta per un regime pilota) abbiano considerato le innovazioni in corso come una forma di evoluzione tecnologica (in grado di influenzare il mercato interno dei capitali dell'UE verso nuovi meccanismi operativi)⁴⁵ e non si siano preoccupati di affrontare la regolazione dell'insieme di transazioni che si realizzano al di fuori dell'ambito della vigilanza prudenziale o dei backstop delle banche centrali, nonostante sia oggi ipotizzabile che - per mezzo della DLT e di altre innovazioni - i processi di intermediazione dello *shadow banking* siano ora tracciabili.⁴⁶

Ciò posto, sotto altro profilo, va considerato che altresì che la digitalizzazione della finanza ha aumentato la velocità e il volume delle transazioni, con ovvi effetti sulla relazione esistente tra attività creditizia, servizi di pagamento e dinamiche monetari. Si comprende, quindi, l'opzione della Commissione europea per la redazione della proposta di un regolamento relativo alla resilienza operativa digitale

⁴⁴ Cfr. ALPA, *Competition of legal systems and harmonization of European private law*, Munich, 2013, p. 51 ss.

⁴⁵ A ben considerare, la tecnologia consiste in un mero attributo strumentale di un nuovo modo (generalmente) accettato di adempiere agli obblighi per mezzo di un dispositivo e di un'infrastruttura che stabilisce determinate banche dati decentralizzate, mantenute da reti distribuite di computer; cfr. LEMMA, *Fintech Regulation*, Cham (SW), p. 374

Tuttavia, sul piano delle concretezze, le criptovalute hanno rappresentato uno dei prodotti digitali più popolari da inserire nei portafogli degli investitori, sicché la sperimentazione potrà censire quali beni siano trattati dai loro utilizzatori alla stregua del denaro contante (ad esempio, per l'acquisto di un terreno nel metaverso) e, quindi, se la proposta ora in considerazione - e più in generale l'intera strategia digitale dell'UE - sia adeguata a proteggere i diritti individuali dei privati coinvolti nello scambio di criptovalute, oltre che ad assicurare che le soluzioni proposte non rechino improvvisti effetti sulle politiche monetarie della BCE, in quanto il regime pilota consente di dar corso a casi reali; cfr. *Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 594 final 2020/0267 (COD), p. 6

⁴⁶ A questo proposito, è necessario verificare l'ipotesi sull'affidabilità del processo di scambio auto-esecutivo (che qualifica gli scambi di criptovalute), che si è ipotizzato operi in modo affidabile senza interventi legali quando le parti interessate eseguono simultaneamente le loro obbligazioni ai sensi del contratto, a condizione che l'opportunismo e gli imprevisti siano esclusi da tale ipotesi; cfr. LENER, *La "digitalizzazione" della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in AA.VV., *Fintech: Diritto, tecnologia e finanza*, Roma, 2018, p. 45 ss.

per il settore finanziario (cd DORA), al fine di prevenire l'instabilità finanziaria derivante dalla materializzazione di specifici rischi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT).

A livello dell'Unione europea, al presente, i presidi avverso i rischi ICT sono attualmente distribuiti in diverse direttive (e, in alcune di esse, tali TIC sono stati affrontati solo implicitamente come parte del rischio operativo, mentre in altre non sono stati affrontati affatto).⁴⁷ Va dunque considerato che la proposta in parola reca un'opzione interventistica - in linea con le recenti dinamiche di uniformazione dei controlli ipotizzate per la Capital Markets Union⁴⁸ - articolata in settori variegati, riferibili alla governance e alla gestione dei rischi (propri o derivanti da terzi), che si estende sino a disciplinare il regime dell'informazione e della segnalazione degli incidenti ICT, nonché l'accertamento delle capacità di assicurare la resilienza operativa digitale.

Va da sé che tale opzione interventistica dovrà trovare riscontro nell'assetto organizzativo (e, quindi, nei regolamenti interni e nelle policy) delle imprese vigilate, nonché negli accordi contrattuali in essere con i fornitori di servizi ICT.⁴⁹

Nel valutare un possibile impatto di questa proposta, appare chiaro che l'intervento pubblico per la definizione di requisiti minimi di qualità per i sistemi ITC potrebbe escludere la necessità di prevedere requisiti patrimoniali aggiuntivi per aumentare la capacità delle entità sottoposte a vigilanza di assorbire eventuali perdite che potrebbero verificarsi a causa di un malfunzionamento digitale.⁵⁰ Ciò, sulla base dell'assunzione secondo cui un insieme di regole volte a disciplinare la

⁴⁷ Ci si riferisce alle Direttive 2006/43/EC, 18 2009/66/EC, 19 2009/138/EC, 20 2011/61/EC, 21 EU/2013/36, 22 2014/65/EU, 23 (EU) 2015/2366, 24 (EU) 2016/2341 25, come indicato nella Proposta n. 2020/0268 (COD)

⁴⁸ Cfr. SICLARI, *“European capital markets union” e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, I, p. 481 ss.

⁴⁹ Cfr. ALPA, *Cyber law. Problemi giuridici connessi allo sviluppo di internet*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, fasc. 6, II, 1998, p. 385 ss.

⁵⁰ Cfr. PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, I, 2021, p. 422 ss.

resilienza operativa digitale - unita alla supervisione centralizzata degli elementi critici dell'infrastruttura tecnologica - realizzerebbe una forma di difesa proattiva contro i pericoli rivenienti dall'uso intensivo della tecnologia (e, quindi, da un acritico affidamento sul suo effettivo funzionamento).

Al riguardo, tuttavia, sorge il dubbio che i controlli sui profili tecnologici delle criptovalute richiede l'estensione della supervisione verso la fase di produzione della tecnologia, oltrech  quella di fornitura dei servizi agli emittenti e agli utilizzatori delle valute in parola. Conseguo, quindi, l'ulteriore dubbio sull'esigenza di promuovere l'istituzione di una nuova autorit  o, in alternativa, di nuovi dipartimenti all'interno delle attuali Autorit  di Vigilanza Europee che concentrino la loro attenzione sui profili in considerazione.⁵¹

A fronte di tali dubbi appare utile considerare che la Proposta DORA mira a creare un quadro normativo volto a prevenire e mitigare le minacce informatiche, sicch  il relativo ambito di applicazione attiene a tutte le componenti della gestione del rischio nelle aree ITC (art. 2), fermo l'obiettivo di assicurare la resilienza del mercato interno dei capitali.⁵²

Soffermandosi sui contenuti disciplinari di tale proposta, appare possibile riscontrare un paradigma comune alle singole opzioni disciplinari nel riferimento all'obiettivo di migliorare la sicurezza dei soggetti vigilati, anche se il complesso dispositivo non si estende sino ad impegnare direttamente qualsiasi soggetto che operi con le criptovalute. Conseguo la possibilit  di una divisione tra la tecnologia destinata alle imprese vigilate (e, quindi, le forme operative dalle medesime attivabili) e quella destinata alla generalit  degli operatori (che potranno offrire alternative che presentino profili di rischio poco compatibili con gli obiettivi di resilienza perseguiti dalle autorit  di settore). Donde, l'auspicio che il regolatore europeo, subito dopo l'avvio dei primi controlli, proceda ad un nuovo, ulteriore

⁵¹ Cfr. ECB, *Crypto-assets - trends and implications*, Bruxelles, 2019

⁵² Cfr. BENANTI - DARNIS - SCIARRONE ALIBRANDI, *Per una resilienza con la tecnologia. Appunti per il post Covid-19*, in AA.VV., *Pandemia e resilienza*, 2020, p. 113 ss.

significativo intervento di regolamentazione, volto ad assicurare il controllo di tutte le imprese che intervengono nella formulazione della offerta e della domanda di capitali nel mercato interno dell'UE.⁵³

A questo proposito, vale la pena ricordare le indicazioni fornite dagli organismi internazionali (FSB, G20, ecc.), i quali hanno suggerito di considerare l'impatto del fintech nell'impostazione dell'intervento pubblico volto a correggere i fallimenti del mercato e a tutelare i diritti individuali. Pertanto, un'estensione dell'ambito di applicazione della Proposta DORA appare in linea con l'opportunità di realizzare un intervento pubblico che, nel conformarsi al criterio di parità concorrenziali, assicuri livelli uniformi di protezione nella circolazione delle criptovalute, anche introducendo vincoli, limiti, controlli e misure di sicurezza auto-esecutivi.⁵⁴

7. L'attenzione della BCE si è soffermata su una particolare categoria di valute virtuali, comunemente denominate 'stablecoin' e identificate nel riferimento alla essenza di "attività digitali concepite per minimizzare le fluttuazioni del loro valore rispetto a una singola valuta o a un paniere di valute".⁵⁵ Ovviamente, si versa

⁵³ È utile, al riguardo, sottolineare che un approccio pro-competitivo alla definizione del quadro giuridico di riferimento richiederebbe che qualsiasi entità (comprese quelle che non rientrano nell'ambito della vigilanza prudenziale) sia obbligata a costruire, assicurare e rivedere la propria integrità operativa dal punto di vista tecnologico, così come qualsiasi fornitore deve occuparsi della sicurezza della propria offerta (in termini di prodotti, servizi, rete e sistemi informativi).

Ed invero, sulla scorta di tale considerazione appare possibile sostenere che i policy-makers dovrebbero la produzione e la circolazione delle criptovalute in modalità sicure e stabili. Ciò, in linea con uno dei primi considerando della DORA, nel quale si rileva che l'uso delle soluzioni ITC ha acquisito un ruolo centrale nella finanza, assumendo oggi una rilevanza critica nel funzionamento delle funzioni quotidiane tipiche di tutte le entità finanziarie; cfr. SCHERER, *Regulating Artificial Intelligence Systems: Risks, Challenges, Competencies, and Strategies*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2016, No. 2

⁵⁴ Cfr. ARNER, D. W. - BARBERIS, J. N. - BUCKLEY, R. P., *FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2016/035*;

⁵⁵ Cfr. PANETTA, *Stablecoin: due facce della stessa moneta*. Intervento di Fabio Panetta, Membro del Comitato esecutivo della BCE, al Salone dei Pagamenti 2020, Francoforte sul Meno, 4 Novembre 2020

in presenza di un bene siffatto quando i relativi contenuti non ne determinano l'assoggettamento alla vigente normativa UE sui servizi finanziari.

A ben considerare, nel riferirsi alla nozione di attività, l'esponente della BCE sembra indicare il punto di osservazione assunto e, cioè, l'idoneità di beni immateriali siffatti ad esser computati nel patrimonio di un'impresa. Analoga indicazione riviene dal riferimento alla nozione di valore, quivi richiamata per esprimere una caratteristica che dovrebbe consentire di individuare un sottoinsieme di criptovalute meritevole di autonoma considerazione. Da qui, l'esigenza di conoscere il meccanismo che dà contenuto alla caratteristica in parola⁵⁶ e, quindi, i rapporti giuridici che intercorrono tra l'utilizzatore dello stablecoin (*rectius*: il proprietario del bene immateriale) e il relativo emittente; emittente che - secondo le indicazioni della BCE - avrebbe assunto un *impegno* "a detenere un portafoglio di attività di riserva composto da valute o titoli, a valere sul quale le *stablecoin* possono essere rimborsate o scambiate".⁵⁷

Va da sé che la rilevanza di un impegno siffatto dà contenuto ai diritti degli utilizzatori delle stablecoins, per cui l'effettività della relativa obbligazione (e, quindi, il relativo computo tra le passività patrimoniali) è il presupposto logico per il riconoscimento di un valore contabile ai diritti assunti mediante l'acquisizione di uno stablecoin (e, quindi, la relativa valorizzazione contabile).⁵⁸

Ed invero, alla luce degli elementi testé indicati, l'intervento pubblico dovrebbe aver riguardo alla natura del bene e alla possibilità di acquisire un diritto

Da un punto di vista monetario, la tolleranza verso le criptovalute non sovrane da parte dei politici e delle banche centrali sembra riferirsi all'assunto che nel corso della storia, la natura del denaro si è evoluta in risposta ai cambiamenti socioeconomici. Tuttavia, le funzioni del denaro come mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore - sono rimaste le stesse per secoli; cfr. LAGARDE, *The future of money - innovating while retaining trust*, in *L'ENA hors les murs magazine*, Parigi, 30 Novembre 2020

⁵⁶ Cfr. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione: mito o realtà*, in AA.VV., *I luoghi dell'economia. Le dimensioni delle sovranità*, Torino, 2019, p. 57 ss.

⁵⁷ Cfr. PANETTA, *Stablecoin: due facce della stessa moneta*, cit.

⁵⁸ A fini di stabilità, tuttavia, andrebbero prese in considerazione anche le "stablecoin algoritmiche", il cui obiettivo è un valore stabile mantenuto tramite protocolli (in risposta alle variazioni della domanda o dell'offerta).

di proprietà sullo stesso (al fine di ricomprimerlo nelle attività patrimoniali dell'utilizzatore), un diritto alla cessione del bene a fronte di un prezzo (il cui valore dovrebbe esser stabile per effetto dei meccanismi dianzi indicati) e, infine, l'obbligazione da iscriverne nelle passività dell'emittente, al fine di assicurare la chiusura delle partite in considerazione. Da qui, la definizione di una direttrice di intervento che implica la protezione dei diritti testé indicati, al pari della *enforceability* dei corrispondenti impegni (*rectius*: obbligazioni).⁵⁹

Alla luce di quanto precede, è possibile individuare un rilievo specifico degli accordi (tra emittente, cedenti e cessionario) rispetto all'obiettivo di controllare sia la consistenza dei valori riferibili agli stablecoin sia la resilienza delle forme di circolazione; ciò, anche in considerazione del fatto che l'utilizzatore potrebbe perseguire sia lo scopo di utilizzare tali beni come mezzo di scambio sia per fruire di un bene o servizio, disponibile sulla DLT.

Sotto altro profilo, non va omissis di considerare che - al pari delle altre criptovalute - le stablecoin si presentano in molte forme, alcune delle quali possono esulare dall'attuale quadro normativo; questo è il motivo principale per cui questa classe di asset è stata recentemente considerata una minaccia per la stabilità finanziaria, a causa delle possibilità che possano ingenerare un eccessivo affidamento della stabilità del relativo valore (o meglio, prezzo di cessione).⁶⁰

È evidente che le *fintech firms* hanno sempre mirato a preservare il valore delle criptovalute, perseguendo un che - in definitiva - può esser ritenuto in linea con l'esigenza generale di protezione dei relativi utilizzatori, fermo restando che ciò richiede forme di garanzia in ordine alla possibilità di un utilizzo futuro degli stablecoins e, al contempo, l'affidabilità dei meccanismi di conservazione nonché la

⁵⁹ Con riferimento alla rilevanza del fenomeno, va rilevato che, secondo le statistiche della BCE, dal 2020 la capitalizzazione di mercato delle stablecoin è passata da 5 a 120 miliardi di dollari e stanno svolgendo funzioni sempre più diverse nell'infosfera; cfr. *The expanding functions and uses of stablecoins*, predisposto da Mitsutoshi Adachi, Alexandra Born, Isabella Gschossmann and Anton van der Kraaij, pubblicato quale parte del *Financial Stability Review*, Novembre 2021.

⁶⁰ Cfr. *Explanatory memorandum of the Proposal for MICAR*, p. 2

resilienza delle piattaforme che forniscono i servizi necessari per la regolare circolazione delle medesime.⁶¹

Al riguardo, viene in considerazione l'opzione disciplinare della proposta della MiCAR, volta verso requisiti più severi per gli stablecoin, in quanto hanno maggiori probabilità di guadagnare la fiducia degli investitori e, quindi, di sfruttare un arbitraggio normativo tra le regole all'uopo previste e quelle (maggiormente severe) riferibili alla circolazione della moneta sovrana e della moneta elettronica tradizionale, atteso che - in determinate transazioni - gli stablecoins potrebbero essere un sostituto delle seconde.⁶²

Soffermandosi sulle direttrici di intervento della proposta in parola, appare possibile identificare controlli riferibili, per un verso, alla governance dell'emittente e alle catene sottostanti uno stablecoin (cioè l'organo di governo, la gestione degli asset, le forme di trasferimento e di interfaccia con i clienti) e, per altro, alle interazioni con i soggetti vigilati (al fine di evitare ogni possibile effetto domino).⁶³

Quel che non si rinviene nel compendio propositivo in parola è l'opzione di affrontare secondo le regole della vigilanza prudenziale i rischi posti dalle stablecoin e, quindi, a stabilire dei backstop prudenziali, in quanto la labilità degli eventuali impegni (relativi alla stabilità del valore) avrebbe ridotto (o meglio, azzerato) la valenza economica di qualsiasi transazione in criptovalute (e, quindi, la loro

⁶¹ Cfr. MCCORMICK - MINTO, *Governance of Banks in an Era of Regulatory Change and Declining Public Confidence*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2014, Vol. 3, I, p. 6 ss

⁶² Da un altro punto di vista, va considerato che oggi la Direttiva sulla moneta elettronica regola un prodotto che ha un valore stabile (riferito alla moneta sovrana) e alcune caratteristiche ICT. È chiaro che la moneta elettronica e gli stablecoin sono due prodotti diversi, a condizione che la moneta elettronica sia legata al potere dello Stato e che si basi sulla centralizzazione delle informazioni nei registri di un intermediario.

In ogni caso, è possibile ipotizzare che - in determinati scenari - questi due prodotti possano essere considerati reciproci sostituti. Secondo questa ipotesi, devono essere prese in considerazione le iniziative che si propongono di creare un "mezzo di pagamento" emettendo una stablecoin che sia affidabile perché - direttamente o indirettamente - sostenuta da una riserva (a condizione che la relativa struttura contrattuale non rientri nell'ambito di applicazione delle norme MiFID).

⁶³ In questo contesto, non ci sono obiezioni alla volontà di esplorare le opportunità legate alle caratteristiche operative delle criptovalute e, in particolare, all'attuale assetto delle loro reti e dei meccanismi di verifica; cfr. l'impostazione suggerita dal classico lavoro di SAVONA, P., *La sovranità monetaria*, Roma, 1974

computabilità nel patrimonio di un ente vigilato).⁶⁴ Va da sé che i rischi in parola dovrebbero esser oggetto di considerazione anche da un punto di vista monetario, laddove appare necessario implementare dei controlli atti ad evitare che la proliferazione di sostituti - più o meno perfetti - della moneta avente corso legale potrebbe minare la regolarità del relativo mercato.⁶⁵

Volendo trarre una prima conclusione, appare utile soffermarsi sulle implicazioni rivenienti dall'affermazione di un ambiente virtuale (denominato metaverso) nel quale gli operatori accedono per via telematica al fine di vivere nuove forme di socialità, qualora i relativi scambi trovino esecuzione in tale luogo e siano regolati per il tramite di una criptovaluta che esaurisce la propria validità nel metaverso stesso.

Utile rimarcare che, a fronte della costruzione di un ambiente virtuale che sia adatto a dar corso a *scambi* in modalità alternative a quelle sperimentate sinora, si estendono i bisogni di tutela e stabilità dei relativi rapporti giuridici, donde la prospettiva di un'estensione dell'ambito della supervisione. Tale prospettiva pone questioni specifiche, riferibili - tra l'altro - all'ingerenza del pubblico sull'autonomia dei privati in uno spazio siffatto. Pertanto, rimanendo ancorati al nostro ambito di indagine, occorre identificare i bisogni dianzi menzionati e le autorità competenti a soddisfarli (anche attraverso l'identificazione di nuovi criteri di collegamento tra azione e supervisione).

A fronte della possibilità che gli scambi si realizzino in un metaverso che appaia agli utenti immersivo e confortevole (per cui i luoghi e le persone risultano

⁶⁴ In effetti, un intervento pubblico basato su un rigoroso approccio al rischio avrebbe precluso agli enti creditizi l'accesso a questo comparto del mercato fintech, impedendo qualsiasi vulnerabilità diretta alla stabilità finanziaria degli istituti di credito, anche a fronte di una riduzione dello sviluppo di innovativi modelli di business.

⁶⁵ Considerando tutto il paragrafo in una unica luce, si evidenzia l'impatto dell'evoluzione della tecnologia sul mercato della moneta e si comprende il ruolo del fintech rispetto all'andamento monetario, considerando lo sviluppo di strumenti alimentati dalla tecnologia utilizzati come alternativa alla moneta sovrana; cfr. CAPRIGLIONE - SEPE, *Rilessioni a margine del Diritto dell'economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, I, p. 385 ss.

verosimili) appare possibile ipotizzare che il rapporto tra impresa e cliente si declini in modalità tali da condizionare profondamente la formazione della volontà negoziale. In altri termini, l'operatività in un metaverso immersivo potrebbe essere differente dalla operatività online presa in considerazione sinora dal legislatore per definire le regole sull'offerta fuori sede, sul foro competente, sulla giurisdizione applicabile. Ciò, a prescindere dall'evidente sproporzione nella ripartizione dei poteri contrattuali tra la controparte professionalmente incardinata nel metaverso ed un suo cliente privato.

Restando ancorati al piano della presente indagine, appare possibile ritenere che la costruzione di un ambiente immersivo (quale si prefigura quello del metaverso) possa accogliere e favorire quella forma di *movimentismo* che ha riposto fiducia nelle criptovalute.⁶⁶ Non a caso, la prospettiva normativa assunta dalla Commissione europea nel suo pacchetto sulla finanza digitale fa riferimento al paradigma della *hard law* per presentare le proprie proposte legislative sui cripto-asset e sulla resilienza digitale, avendo di mira un intervento atto ad assicurare la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria.⁶⁷

Concludendo sul punto, appare utile superare la critica secondo cui l'opzione per l'*hard law* al fine di regolare l'innovazione possa essere limitante per lo sviluppo del mercato. Ciò in quanto - vista la rilevanza degli interessi - è necessario che la supervisione eviti i fallimenti del mercato e, al contempo, distorsioni negli scambi dovuti ad asimmetrie nell'attribuzione del potere negoziale (proteggendo i diritti

⁶⁶ In effetti, l'economista americano Mancur Lloyd Olson Jr. - cfr. OLSON M., *Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard (UK), 1974 - ha teorizzato che i membri di grandi gruppi non agiscono in base a un interesse comune se non motivati da un guadagno personale (economico, sociale, ecc.). Ne consegue che solo un beneficio strettamente riservato ai membri del gruppo motiverà qualcuno a partecipare e contribuire al gruppo, e quindi gli individui agiranno collettivamente per generare beni privati (o piuttosto plusvalenze e relativi profitti), ma non per fornire beni pubblici - come è stato considerato talora il sistema che supporta la circolazione del denaro, cfr. ROSSI G., *Denaro e finanza, un bene pubblico*, in www.ilsole24ore.com, 18 Novembre 2012 - con la conseguenza di influenzare le attuali tendenze normative volte a fornire incentivi per allineare le azioni private e l'aumento del benessere sociale; cfr. ASCARELLI, *La moneta*, Padova, 1928; SAVONA, *La sovranità monetaria*, Roma, 1974; STAMMATI, *Moneta*, Enc. Dir., vol. XXVI, Milano, 1976; CAPRIGLIONE, *Moneta, Enc. dir.*, Milano, 1999, p. 747 ss.

⁶⁷ Cfr. *Eurosystem launches digital euro project*, press release, 14 Luglio 2021

individuali e promuovendo paradigmi operativi in grado di sostenere la trasformazione digitale della finanza, contenendone al contempo i rischi ICT).⁶⁸

8. Appare chiaro che un rapido incremento della domanda di ogni bene porti alla mente la *tulpenmanie* e le altre crisi frequentemente ricordate dagli studiosi delle dinamiche finanziarie.⁶⁹ Conseguentemente, l'osservatore è condizionato dei giudizi formulati in occasione di tali crisi e, in particolare, assume un atteggiamento critico quando riscontra un mutamento delle condizioni economiche di un bene che inizialmente appariva scarso, ma che nel corso del tempo si presenta in quantità sufficiente a soddisfare i bisogni dei relativi utilizzatori.⁷⁰

Più in generale, ricordi e condizionamenti siffatti pongono l'interprete in una condizione che potrebbe facilmente indurre a preferire un'ipotesi interventistica tempestiva, ancorata alla soddisfazione del *need for protection* riferibile sia alla stabilità (dei mercati e degli intermediari), sia ai diritti individuali (degli investitori e dei consumatori che utilizzano le criptovalute).⁷¹ Ciò non esclude, tuttavia, che alla

⁶⁸ Cfr. BOLLEN, R. A. *The Legal Status of Online Currencies: Are Bitcoins the Future?*, in *Journal of Banking and Finance Law and Practice*, 2013

⁶⁹ Cfr. MCCLURE - THOMAS, *Explaining the Timing of the Tulipmania Boom and Bust: Historical Context, Sequestered Capital, and Market Signals*, in *Financial History Review*, 2017, secondo cui la Tulipmania può esser interpretata in termini di "sticky consumption and sequestered capital" (cioè un capitale le cui quantità, usi e rendimenti futuri sono nascosti ai partecipanti al mercato). In poche parole, gli Autori cercano di dimostrare che i bulbi di tulipano piantati nel 1636 erano capitale sequestrato. Pertanto, l'averli piantati (sottoterra) ha impedito agli speculatori olandesi del XVII secolo di conoscere le quantità piantate, il loro sviluppo e i rendimenti futuri. In effetti, il boom dei prezzi iniziò a metà novembre del 1636, in coincidenza con il momento della piantagione, mentre il crollo dei prezzi si verificò nella prima settimana di febbraio del 1637, in coincidenza con il momento della germinazione dei bulbi (che segnala le quantità, lo sviluppo e le rese future dei bulbi). Ad avviso degli AA., infatti, le prove a conferma di questa teoria provengono dal luogo iniziale del crollo dei prezzi, la città olandese di Haarlem, dove la temperatura e la geografia favorivano la germogliazione precoce e la visibilità dei germogli.

⁷⁰ Cfr. PETERSON, *Hal Finney received the first Bitcoin transaction. Here's how he describes it*, in *www.washingtonpost.com*, 3 Gennaio 2014

⁷¹ Cfr. LEMMA, *Fintech Regulation*, Cham (SW), 2020, atteso che tale ricerca muove dall'ipotesi che la tutela del risparmio investito in tali 'cripto-strumenti' si riferisca a diritti individuali; pertanto, appare necessaria una specifica analisi giuridico-economica volta a comprendere la convenienza economica di tutele in grado di garantire la capacità di preservare il valore e, al contempo, di sostenere i pagamenti, insieme a ulteriori presidi per evitare furti, plaghi e frodi.

medesima conclusione (e cioè la preferenza per una regolazione delle criptovalute a fini di stabilità e trasparenza) si addivenga avendo riguardo alle più recenti dinamiche di intervento sulle attività finanziarie basate sull'innovazione e sull'interconnessione di attività e mercati.

L'una e l'altra impostazione, quindi, appaiono atte a giustificare l'aspettativa che i policy-makers concludano le proprie analisi con una preferenza per l'adozione di strumenti, procedure e sanzioni che possano essere efficaci ed efficienti nel guidare il fenomeno in osservazione verso forme di utilizzo che assicurino la massimizzazione del benessere sociale, proteggendo i diritti individuali.⁷²

Al riguardo, le evidenze derivanti dall'attuale stadio di sviluppo della crittografia e delle telecomunicazioni suggeriscono di ipotizzare un apparato (di regole e autorità) che potrà rivelarsi complesso e articolato su una pluralità di livelli, essendo chiamato a vigilare su una realtà (quella delle criptovalute) esposta - tra gli altri rischi - a un continuo processo di trasformazione riveniente dai cambiamenti della tecnologia sottostante.⁷³

Considerando tutti gli obiettivi richiamati nei paragrafi che precedono - e assumendo un approccio di *law and economics* attento all'utilità sociale delle opzioni regolatorie - appare possibile sostenere che i contenuti dell'intervento pubblico dovrebbero aver riguardo alla domanda e all'offerta delle criptovalute e dei servizi necessari per il loro utilizzo. Pertanto, tale intervento dovrebbe disciplinare sia all'essenza delle valute in parola (superando l'atteggiamento di indifferenza del regolatore rispetto alle opzioni tecnologiche di base), sia al contenuto di eventuali diritti ed obblighi associati alla loro detenzione (o meglio, alla proprietà delle medesime).⁷⁴

⁷² Vale la pena di chiarire che l'uso del termine efficienza denota che l'allocatione delle risorse deve massimizzare il valore rilevante, introducendo possibili riflessioni legate all'applicazione di un criterio etico di decisione sociale; cfr. POSNER, *Economic Analysis of Law*, New York, 2006, p. 11

⁷³ Cfr. sul punto EC, *Resilience, Deterrence and Defence: Building strong cybersecurity for the EU*, Joint communication to the European Parliament and the Council, 13 Settembre 2017

⁷⁴ In questo contesto, abbiamo utilizzato per il termine "cripto" per riferirci a beni immateriali, identificabili individualmente per mezzo della crittografia e in grado di circolare nell'infosfera. A tal

In effetti, il riferimento all'utilità (o meglio alla "utilità attesa") di un intervento siffatto risponde alla configurazione di un ordinamento che risponde ai bisogni di cittadini avversi al rischio e, quindi, giustifica l'introduzione di limiti e salvaguardie volte a garantire un livello minimo di sicurezza in questo settore.⁷⁵ Sicché, a tal fine, l'attenzione va - ancora una volta - ai livelli di trasparenza, stabilità, solvibilità e concorrenza che le regole e i controlli sapranno assicurare all'interno del mercato di riferimento.

In tale contesto, appare meritevole di apprezzamento il realismo delle opzioni formulate dal regolatore europeo, poiché recano disposizioni volte a recuperare le efficienze generate nella circolazione delle criptovalute e, per tal via, ad assicurare la diffusione di soluzioni che riducano i costi transattivi associati alla circolazione della ricchezza. Per cui, appare possibile ritenere che il compendio disciplinare proposto dalla Commissione europea non debba esser interpretato alla stregua di una mera difesa dell'attuale sistema monetario internazionale, ma appaia destinato a stabilire condizioni di parità per l'applicazione di innovazioni nel sistema dei pagamenti, nella finanza e nella circolazione dei capitali,⁷⁶ avendo di

proposito, questo termine può includere sia le criptovalute che i criptoasset, considerando questi ultimi come "una rappresentazione digitale di valore o di diritti che può essere trasferita e conservata elettronicamente, utilizzando la tecnologia del libro mastro distribuito o una tecnologia simile", in conformità con l'articolo 3, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, Brussels, 24 settembre 2020, COM(2020) 593 final.*

In ogni caso, va notato che un riferimento siffatto ha riguardo allo strumento piuttosto che al suo contenuto, fermo restando che l'attuale approccio della regolamentazione bancaria e finanziaria mira a regolare i diritti e gli obblighi derivanti da doveri pubblici o accordi privati, a prescindere dal supporto in cui sono incorporati. Da qui, il richiamo ai precedenti approfondimenti in ordine ai rischi di fallimenti del mercato, all'efficienza dei nuovi modi di sostenere la circolazione del valore e quindi alla possibile utilità di questi nuovi strumenti; cfr. LEMMA, *Fintech Regulation*, Cham (SW), 2020, p. 363.

⁷⁵ Cfr. AVGOULEAS, E. - KIAYIAS, A., *The Promise of Blockchain Technology for Global Securities and Derivatives Markets: The New Financial Ecosystem and the 'Holy Grail' of Systemic Risk Containment*, in *Edinburgh School of Law Research Paper No. 2018/43*

⁷⁶ A ben considerare, appare possibile ipotizzare che il regolatore non abbia avuto una libera scelta nella configurazione dell'intervento, visto che l'affermarsi delle nuove tecnologie comporta dei rischi e la loro applicazione deve quindi essere adeguatamente regolamentata; cfr. BANK OF ENGLAND, *Central Bank group to assess potential cases for central bank digital currencies*, 22 Gennaio 2020

mira gli obiettivi di rafforzare l'affidabilità operativa digitale e di contenere i rischi digitali nella fornitura e nel consumo di servizi finanziari.⁷⁷

A ben considerare, se i policy makers si limitassero solo a dar corso ai predetti compiti, la tutela dei diritti individuali e la resilienza finanziaria migliorerebbero, ma essi non perseguirebbero lo scopo di assicurare che le dinamiche di mercato, la circolazione della ricchezza e gli effetti redistributivi del reddito siano decisi dai consessi democratici.

Quel che resta da osservare, in definitiva, sono le condizioni di mercato venutesi a creare con la diffusione delle criptovalute e le condotte dei principali operatori, in quanto una generalizzata accettazione di queste alternative (alla moneta sovrana) potrebbero avvalorare la tesi secondo cui le *quantità monetarie* potrebbe essere, in un prossimo futuro, endogene (ossia decisa dagli utilizzatori delle criptovalute e non dalle autorità sovrane) e, quindi, si addiverrebbe ad una 'fine della storia' della sovranità monetaria.⁷⁸

Valerio Lemma

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Roma G. Marconi

⁷⁷ Ci si riferisce alla *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341*, no. 2020/0268 (COD)

⁷⁸ Utile richiamare il paradigma ipotizzato da FUKUYAMA, *The End of History and the Last Man*, 1992, Parte V, p. 29 ss. su libertà e disegualianza.

DIVAGAZIONI SU CORPORATE GOVERNANCE E SOSTENIBILITÀ *

(Thoughts on corporate governance and sustainability)

ABSTRACT: *This essay briefly analyzes the relationship between sustainability and corporate governance, granting to the sustainability the qualification of “a rule of conduct” for directors aimed at driving the safe and prudent organization and management of relevant business activities.*

In the above mentioned context, certain sustainability aspects may interfere with the corporate purpose and the mission of the modern corporation.

Therefore, the purpose of this essay is to demonstrate the primacy of the profit purpose albeit in an enlightened form, highlighting the structural limits of a pure stakeholderism.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Sostenibilità e scopo lucrativo. – 3. Sostenibilità e organizzazione. – 4. Sostenibilità e gestione. – 5. Conclusioni.

1. In un convegno sulle *nuove frontiere della vigilanza*, nella sessione dedicata alla *prevenzione della crisi*, il canone della sostenibilità assume rilievo prevalentemente nella sua essenza di *regola di condotta* che orienta l'organizzazione e la gestione dell'attività d'impresa secondo finalità precauzionali.¹

In una prospettiva più ampia, la sostenibilità incide anche sui paradigmi operativi delle autorità di vigilanza, contribuendo ad intensificarne le capacità di interferenza sulle scelte strategiche dei soggetti vigilati.²

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Così, *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *questa Rivista*, 2022, I, 1 ss.

² Per l'identificazione della sostenibilità, in ambito bancario, in termini di regola specifica di sana e prudente gestione si v. M.SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti* a cura di M.Passalacqua, Padova, 2021, spec. 69 ss.

L'attenzione prestata a questo schema comportamentale trae linfa nelle crisi sistemiche ultime, durante le quali sono emerse criticità ambientali e sociali enfatizzate da uno *short-termism* epidemico. La reazione legislativa al *trend* richiamato si è inizialmente concentrata sul potenziamento delle prerogative di influenza in capo ai soci virtuosi – al fine di renderli interlocutori privilegiati del *management* – per poi preoccuparsi di irrobustire la discrezionalità operativa degli amministratori improntandone l'azione all'obiettivo del *successo sostenibile* in un orizzonte di lungo termine. Ciò che, con formula icastica, si potrebbe identificare in una evoluzione della politica di sana e prudente gestione aziendale quale garanzia di crescita imprenditoriale razionale.

Di qui il diffondersi di un considerevole numero di iniziative di varia natura e fonte – inclusi la *business roundtable* del 2019 e il codice di autodisciplina italiano del 2020 – volte a promuovere, a livello globale, il principio dello sviluppo sostenibile degli operatori economici di rilevante dimensione, che si sostanzia nell'annacquamento dell'obiettivo del profitto “a ogni costo” onde lasciar spazio anche a interessi ulteriori di varia natura.³

Il proliferare di riferimenti normativi (e non) alla *sostenibilità* è, oggigiorno, di portata tale da aver disorientato gli operatori, ai quali non sempre è chiaro se la crescita sostenibile incida sullo *scopo* dell'impresa oppure sul *comportamento* di chi ne orienta e determina le decisioni.

Come si osserverà nel prosieguo, è convinzione diffusa che la *sostenibilità* rappresenti una regola di organizzazione e gestione dell'attività economico-finanziaria di rilevante dimensione che, *rebus sic stantibus*, non altera né l'essenza dello scopo lucrativo (laddove applicabile), né la natura dell'attività svolta.

³ Cfr. G.ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di “sostenibilità”*, in *Contratto e impr.*, 2021, 721 ss.; V.LEMMA, *Quali orizzonti per la corporate governance? (Spunti dal libro “Metamorfosi della governance bancaria” e dal nuovo regolamento della Banca d'Italia in materia di governo societario del 5 dicembre 2019)*, in *questa Rivista*, 2020, 103 ss.

2. Nell'ordinamento italiano vigente, in assenza di modifiche all'articolo 2247 cod. civ., lo scopo dell'impresa organizzata in forma societaria rimane in principio *lucrativo*.

Plurime e convergenti sono le ragioni di tale convinzione.

In primo luogo, è utile rammentare che esistono modelli di organizzazione dell'impresa in cui lo scopo di lucro è mitigato o derogato *ex lege*, vuoi nelle società a scopo mutualistico o consortile (sempre più recessivo in ambito finanziario⁴), vuoi negli enti associativi o fondazionali a scopo idealistico (laddove esercitino un'attività imprenditoriale), vuoi ancora, più di recente, nella società *benefit*, in cui è previsto che all'obiettivo del profitto si aggiunga anche quello del conseguimento di "benefici ulteriori".⁵

Di talché, gli operatori dispongono di una varietà di discipline organizzative dell'attività, potendo perseguire anche scopi diversi, in tutto o in parte, dalla valorizzazione della partecipazione sociale (c.d. *shareholders' value*).

In secondo luogo, la permanente vigenza del divieto di patto leonino (art. 2265 cod. civ.), di cui anzi si è soliti predicare la transtipicità e la portata estensiva quale norma di vertice dell'ordinamento economico, conferma la lucratività dello scopo delle società commerciali. Come è noto, si tratta di una previsione, tutelata con la sanzione della nullità, a garanzia del *lucro soggettivo*, volta ad impedire che i soci siano esclusi (non solo dalla partecipazione agli utili, ma anche) dalla partecipazione alle perdite. Ciò in quanto, essendo "*l'eccessivo rendimento*

⁴ Cfr. F.CAPRIGLIONE-A.SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, 227 ss.; A.URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, in *questa Rivista*, 2019, 118 ss.; I.SABBATELLI, *Per un rinnovo della specificità operativa bancaria*, in *questa Rivista*, suppl. 1, 2022, 191 ss.

⁵ Cfr. D.SICLARI, "*Trasformazione*" in società *benefit* e diritto di recesso, in *questa Rivista*, 2019, 80 ss.; G.A.RESCIO, *L'oggetto della società benefit*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, I, 462 ss.; G.D.MOSCO, *L'impresa non speculativa*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 216 ss.

rischioso”⁶, non è sano né prudente che un’attività di impresa sia partecipata (e quindi potenzialmente influenzata) da chi potrebbe essere insensibile ai rischi economici negativi sottesi a tale affare.

In altri termini, si è dinanzi a una regola di *sostenibilità ante litteram*, perfettamente compatibile con lo scopo lucrativo così come con un oggetto sociale puramente imprenditoriale (e finanche speculativo).

È peraltro evidente come il rischio di una gestione troppo aggressiva sia ancor più avvertito nei cc.dd. “enti di interesse pubblico” (banche, imprese di assicurazione, intermediari finanziari, società quotate, ecc.)⁷, poiché essi raccolgono e gestiscono pubblico risparmio e, dunque, un loro *deficit* patrimoniale o finanziario produrrebbe, potenzialmente, un rischio sistemico a causa del possibile contagio⁸. Ciò spiega il motivo per cui alcune importanti regole di sostenibilità, sia di natura organizzativa che informativa, sono applicabili solo a tale genere di operatori⁹.

In terzo luogo, anche la normativa europea conferma quanto sin qui osservato. Tant’è che, ad esempio, il divieto di aiuti di Stato – posto a tutela di una libera concorrenza all’interno dell’UE – consente che gli investitori pubblici supportino le proprie imprese nazionali qualora la misura di sostegno specifica superi il c.d. *test MEO*, e segnatamente un *test* di redditività finanziaria dell’investimento parametrato sul rendimento economico (in termini di profitto) generalmente atteso da un investitore privato razionale a fronte del proprio

⁶ Cfr., *ex multis*, F.CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *questa Rivista*, 2021, 241 ss.

⁷ Cfr. art. 16 del d.lgs. n. 39/2010.

⁸ Cfr. M.PASSALACQUA, *Diritto del rischio dei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, 11 ss.; G.SCIASCIA, *La regolazione giuridica del rischio sistemico*, Milano, 2021, 25 ss.; V.TROIANO-A.SACCO GINEVRI, *The “preparation” function in the new banking legislative framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2016, 57 ss.

⁹ Ad es. la direttiva 2014/94/UE sulla dichiarazione non finanziaria; v. anche D.ROSSANO, *La finanza alternativa nella Capital Markets Union*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., 427 ss.; L.LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid-19*, in *questa Rivista*, suppl. 1, 2020, 124 ss.

intervento finanziario.¹⁰ È l'utile atteso, in ultima analisi, che giustifica l'investimento, e non la cura di interessi "altri".

Tutto ciò premesso, anche i più radicali sostenitori del profitto concordano che, ad oggi, non è più predicabile la distribuzione dell'utile ad ogni costo, in quanto proliferano le misure normative che limitano questo approccio. Ci troviamo dinanzi a uno scopo lucrativo che, per quanto integro, è mitigato ed edulcorato rispetto al passato (c.d. *enlightened shareholder value*).¹¹

Ciò giustifica una nuova lettura delle regole di comportamento di investitori istituzionali e amministratori degli emittenti. Si guarda al profitto, ma a un profitto sostenibile nel lungo termine, e segnatamente in un orizzonte temporale in cui tutti gli interessi tendono fisiologicamente a convergere, compiendo delle scelte imprenditoriali che tengano conto anche degli *stakeholders* in senso lato, con l'obiettivo di mantenere un'adeguata stabilità e una crescita sostenibile.

Tuttavia, in questa ipotesi ricostruttiva potrebbe considerarsi pregiudicato l'interesse dell'investitore puramente finanziario, nell'assunto che questi sia promotore di logiche speculative volte alla massimizzazione del rendimento dei propri quotisti. A dire il vero, è diffuso fra i grandi fondi di investimento il c.d. *azionariato orizzontale*, in applicazione del quale – in un'ottica di diversificazione del portafoglio – tali operatori sono soliti investire in un'ampia platea di emittenti, anche in concorrenza tra loro.

Ciò comporta una maggiore attenzione di tali investitori alla prevenzione del rischio sistemico, anche a costo di sacrificare la massimizzazione del ritorno economico sui singoli investimenti, poiché l'eventuale contagio, e conseguente crisi di settore, costituirebbe uno scenario sensibilmente deteriore rispetto a quello

¹⁰ Cfr. G.LUCHENA, *La nozione giuridica di aiuto di Stato*, in *Concorrenza e aiuti di Stato in Europa* a cura di G.Luchena e B.Raganelli, Torino, 2022, 71 ss.

¹¹ Si v. F.DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti del dir. comm.*, 2021, 29 ss.

improntato a una crescita oculata nel medio-lungo termine di tutti gli emittenti partecipati.

3. A differenza di quanto sopra, il rapporto fra regola di *sostenibilità* e *assetti organizzativi* non risulta particolarmente indagato.

Gli assetti organizzativi, come noto, devono essere *adeguati* alla natura e alle dimensioni dell'impresa, in attuazione della tradizionale regola codificata per le s.p.a. nell'articolo 2381 cod. civ. nonché, oramai, in termini di principio generale dell'impresa collettiva, nell'articolo 2086, comma secondo, cod. civ., nel più ampio contesto delle misure di prevenzione della crisi.¹²

Ma l'adeguatezza dell'assetto organizzativo è suscettibile di essere sindacata nel merito? In altre parole, la *business judgment rule* – che è canone tipico dell'azione gestoria – si applica anche alle decisioni di organizzazione dell'impresa?

Come correttamente ha osservato la giurisprudenza di merito¹³, anche l'atto organizzativo postula una scelta discrezionale degli amministratori, e dunque in tale ambito – in assenza di precetti specifici – gli amministratori godono della scriminante offerta dalla *business judgment rule*.

Coerentemente con quanto precede, il vigente art. 2086 cod. civ. – che prescrive la regola organizzativa sopra richiamata – è rubricato "*Gestione dell'impresa*", a dimostrazione del fatto che le decisioni riguardanti l'assetto organizzativo sono considerate scelte di gestione in senso ampio e, dunque, devono essere *adeguate* anche in termini di *sostenibilità*, nell'ottica della prevenzione di eventuali crisi aziendali.

In altre parole, in un ordinamento caratterizzato dalla proliferazione di

¹² Per riferimenti sia consentito il rinvio a A.SACCO GINEVRI, *Crediti deteriorati e business judgment rule*, in *questa Rivista*, suppl. 2, 2019, 161 ss.

¹³ Trib. Roma, ord. 8 aprile 2020, in *Corporate Governance*, 2021, 433 ss., con nota di G.BARBARA, *La Business Judgment Rule, l'ordinanza del Tribunale di Roma e la responsabilità da assetti organizzativi inadeguati*.

misure di prevenzione, non è più ammissibile assumere il *rischio del fallimento*¹⁴, poiché la crisi è un elemento che può determinare un effetto domino, che a sua volta crea problemi all'economia in generale.¹⁵ Di qui non è più consentito, oggi, organizzare l'impresa sulla base di assetti volti alla ricerca del profitto a ogni costo senza tenere in considerazione la sostenibilità complessiva tenuto conto di tutti i fattori produttivi coinvolti nelle dinamiche aziendali.

4. Assodato che la moderna impresa – sia essa emittente, sia essa investitore – persegue, ai giorni nostri, uno scopo lucrativo edulcorato, rimane da comprendere se l'obiettivo del profitto, sebbene mitigato, continui ad orientare la conduzione del *business* oppure debba considerarsi equiparato agli interessi ulteriori che entrano in giuoco nell'attività imprenditoriale, lasciando la selezione di quelli di volta in volta più meritevoli a chi è chiamato a gestire tale attività (c.d. *stakeholderism* o istituzionalismo forte).

Come si avrà modo di osservare *infra*, si ritiene che l'ordinamento vigente esprima la regola del *profitto edulcorato* e non consenta, *rebus sic stantibus*, un istituzionalismo puro.¹⁶

Innanzitutto, pur dovendo tenere in considerazione una pluralità di istanze, gli amministratori continuano ad essere nominati dai soci, benché il rischio d'impresa sia sostenuto da una varietà di *stakeholders*, seppur in misura diversa fra

¹⁴ Si v. U.SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, 1998, 66 ss.

¹⁵ *Amplius* F.CAPRIGLIONE, *Il dopo Covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *NGCC*, suppl. 5, 2020, 26 ss.; M.PELLEGRINI-A.DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., 83 ss.

¹⁶ Cfr. L.A.BEBCHUK-R.TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91 ss.; F.D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2022, 409 ss.; M.STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; C.ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 1 ss.; E.BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.

loro.

Di qui la logica constatazione che, fra i vari interessi potenzialmente rilevanti, l'amministratore sarà naturalmente portato a preferire quello del socio, avendo quest'ultimo il potere di decidere in merito alla conferma dell'amministratore medesimo; e ciò fermo restando che la regola di sostenibilità impone, a chi gestisce l'impresa, di guardare all'interesse ipostatizzato di una categoria di soci ideali, astratti e virtuosi, con riferimento alla quale parametrare gli obiettivi di crescita nel lungo termine.

Inoltre, osta allo *stakeholderism* anche l'attuale configurazione della *business judgment rule*, la quale, come è noto, protegge l'operato di chi gestisce un patrimonio altrui ove le operazioni poste in essere siano razionali *ex ante*, onde evitare un atteggiamento eccessivamente *risk adverse* nella conduzione aziendale.

Tuttavia, se l'obiettivo perseguito non fosse più la massimizzazione del profitto (seppur in un orizzonte temporale ragionevole, e dunque sostenibile), qualunque scelta imprenditoriale potrebbe divenire astrattamente razionale, se guardata in una prospettiva diversa da quella della redditività. Sorge quindi il dubbio che la spinta propagandistica verso lo *stakeholderism* del *top management* internazionale sia per certi versi funzionale ad assicurare agli amministratori una maggiore libertà d'azione, scevra da un'eccessiva interferenza dei soci nelle scelte strategiche.

In altre parole, una *business judgment rule* troppo ampia, in un contesto in cui gli interessi da perseguire non sono nitidi, porterebbe a godere di una scriminante che opererebbe sempre – poiché qualunque scelta imprenditoriale diverrebbe difendibile sotto una qualche prospettiva – oppure, al contrario, finirebbe per non operare mai, giacché nessuna scelta imprenditoriale sarebbe presumibilmente razionale *ex ante* sotto tutti i punti di vista. Quindi, anche l'attuale configurazione della *business judgment rule* porta a ritenere che lo scopo prioritario

rimanga quello lucrativo, seppur edulcorato nei termini in precedenza evidenziati.

Inoltre, in Italia e in Europa non sono, in principio, accettabili misure difensive adottate esclusivamente dagli amministratori di società bersaglio nel contesto di acquisizioni ostili. Vige, infatti, una regola di passività come misura di *default*, in base alla quale gli amministratori non possono farsi interpreti degli interessi dei soci nelle operazioni di *take-over*, poiché è considerato efficiente che le imprese siano scalabili. Ne consegue che, ove la redditività non sia pienamente perseguita – e dunque il valore dell’impresa diminuisca eccessivamente – quest’ultima diverrà più facilmente scalabile, con il rischio per l’amministratore di perdere il proprio posto in consiglio di amministrazione. Quindi, sussiste un incentivo endemico in capo agli amministratori a tenere alto il valore del titolo, concentrandosi comunque sull’obiettivo della redditività d’impresa.

A ciò si aggiungano le considerazioni svolte in precedenza sia in merito alla valenza segnaletica del *test* sugli aiuti di Stato, sia all’esistenza di modelli organizzativi strutturalmente deputati al perseguimento di una varietà di obiettivi ulteriori rispetto al lucro, fra cui in particolare la società *benefit* (che è dotata di regole di gestione e organizzazione specifiche e adeguate allo scopo).

Infine, piace osservare che regola di sostenibilità influisce anche sui paradigmi operativi delle autorità di vigilanza. Queste ultime sembrano sempre più interessate a monitorare l’andamento dei soggetti vigilati anche in un’ottica di *censimento* e di *ordinaria gestione*, come dimostrato da una serie di indici normativi (fra cui, ad es., la nuova disciplina sugli assetti proprietari, il potere di *removal*, il *golden power*, ecc.)¹⁷.

In questa prospettiva, rileva la recente proposta di direttiva europea sulla *corporate sustainability due diligence*, che richiederà alle società europee di grande

¹⁷ Cfr. V.TROIANO, *Soggettività finanziaria e forme di aggregazione*, in *questa Rivista*, suppl. 1, 2022, 92 ss.

dimensione di effettuare attività di *internal due diligence* volte a verificare le proprie politiche *ESG* affinché la gestione sia improntata anche a questi obiettivi. In tale rinnovato contesto è prevista l'attribuzione ad autorità nazionali di poteri investigativi, ispettivi e sanzionatori funzionali al rispetto dell'impatto sociale e ambientale nella gestione dell'impresa.¹⁸

In sostanza, se è vero che con la sostenibilità si previene l'assunzione di un rischio d'impresa eccessivo – e quindi l'insorgere di potenziali crisi – tale approccio piace, non solo a chi investe con una logica di portafoglio (*i.e.* i fondi più sofisticati), ma anche agli amministratori (che saranno più autonomi dai soci) nonché alle autorità di vigilanza.

5. Il legislatore consente ai soci di società di capitali di beneficiare di una deroga al principio generale della responsabilità patrimoniale *ex art.* 2740 cod. civ., limitandone l'esposizione per le obbligazioni sociali ai soli conferimenti effettuati.¹⁹

Così come l'ordinamento ha concesso tale deroga, una norma di nuovo conio potrebbe in ipotesi prevedere che al socio sia concessa la responsabilità limitata solo qualora la società partecipata persegua anche interessi "ulteriori" rispetto a quello del profitto, in tal modo aprendo il campo (*de iure condendo*) a un istituzionalismo vero e proprio.

Tale eventuale scelta legislativa, certamente radicale, ove effettivamente adottata solleverebbe talune problematiche.

L'attribuzione alla grande impresa di obbligazioni di natura sociale e ambientale ha rappresentato uno strumento volto a colmare le lacune normative tipiche di un sistema globale e interconnesso, in cui le regole imperative – fra cui le

¹⁸ Si tratta della *Proposal for a Directive on corporate sustainability due diligence* del 23 febbraio 2022, consultabile in www.ec.europa.eu. In arg. v. AA.VV., *La proposta del Parlamento europeo di direttiva su "La dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss.

¹⁹ Si v. già G.MARASÀ, *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, 1984, 1 ss.; G.CONTE, *L'impresa responsabile*, Milano, 2018, 66 ss.

norme *antitrust*, a tutela del consumatore, di diritto del lavoro, a tutela dell'ambiente, ecc. – non sono in grado di indirizzare in maniera organica l'operato delle multinazionali.

Dunque, è sembrato più efficiente promuovere la diffusione di una regola di condotta – quella dello sviluppo sostenibile – valevole per tutti indistintamente, in base alla quale ciascuna impresa diviene responsabile delle conseguenze “ESG” del proprio operato.

Tale approccio, tuttavia, rischia di giustificare una *deresponsabilizzazione del legislatore*, che sarà meno incline, rispetto al passato, ad emanare norme cogenti volte a delineare il perimetro regolatorio entro cui le imprese possano legittimamente operare.

Inoltre, un'eccessiva attenzione alle tematiche di impatto sociale e ambientale nella gestione dell'impresa apre il campo a una maggiore ingerenza (dei tutori) degli interessi collettivi nelle dinamiche aziendali, che rischia di legittimare un *revirement di dirigismo* in ambito economico-finanziario.

La proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* è la dimostrazione che un'esaltazione della responsabilità sociale d'impresa può portare a un potenziamento significativo della supervisione pubblicistica sull'attività privata d'impresa, nel nome della tutela di interessi ritenuti superiori.

A ciò si aggiunga che un'evoluzione incontrollata dello *stakeholderism* potrebbe portare a una riduzione diffusa della redditività delle attività economiche, che a sua volta potrebbe innescare una pericolosa spirale negativa determinata da una minore inclinazione all'investimento e dunque, in ultima analisi, a una crescita rallentata delle imprese.

Infine, un eccesso di *stakeholderism* darebbe luogo al “*serving two masters problem*”, ponendo gli amministratori al servizio di molteplici interessi fisiologicamente in conflitto fra loro. Il punto desta preoccupazione, poiché – come

insegna la nota commedia goldoniana *“Il servitore di due padroni”* (1745) – quando un *agent* si trova a perseguire un’ampia platea di obiettivi, corre il rischio di scontentare tutti i propri *principal*; e le norme si scrivono sulla base dell’*id quod plerumque accidit*, tenendo a mente un *“approccio metodologico idoneo a preservare una capacità operativa orientata ad evitare un utilizzo disattento o distorto delle risorse disponibili”*.²⁰

Andrea Sacco Ginevri

Ordinario di Diritto dell’economia

nell’Università telematica internazionale Uninettuno

²⁰ In questi termini si v. già F.CAPRIGLIONE, *Etica e finanza in tempi di crisi*, in *Banche ed etica* a cura di I.Sabbatelli, Padova, 2018, spec. 26.

EVOLUZIONI DELLA FUNZIONE DI VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI: CONTROLLO DA PARTE DI ORGANISMI DI DIRITTO PRIVATO E POTERE SANZIONATORIO *

(Evolution of the Supervisory function on financial markets: control by private law bodies and sanctioning power)

ABSTRACT: *This paper comments on the evolution of the public supervisory function on financial markets, which in some cases is attributed by the Legislator to private law bodies. The most recent jurisprudence legitimizes the attribution to these bodies also of the sanctioning power, which it is hoped, however, to be exercised in the light of the modern principles of structure of the sanctioning procedure.*

SOMMARIO: 1. La delega di controllo dei mercati finanziari a organismi di diritto privato alla luce del principio di sussidiarietà orizzontale. – 2. La questione dell’esercizio del potere sanzionatorio da parte degli organismi di diritto privato di controllo dei mercati finanziari. – 3. Alcune prime coordinate per l’esercizio legittimo del potere sanzionatorio da parte degli organismi privati di controllo.

1. Nell’ordinamento italiano il fenomeno della delega del controllo di settori dei mercati finanziari da parte delle Autorità pubbliche a organismi di diritto privato è oramai consolidato: si pensi, ad esempio, all’Organismo di Vigilanza e tenuta dell’Albo unico dei consulenti finanziari (O.C.F.), previsto dall’art. 31 del T.U.F., all’Organismo per la tenuta dell’elenco dei confidi, previsto dall’art. 112-*bis* del T.U.B.¹, all’Organismo competente per la gestione degli elenchi degli agenti in

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Sul quale v. L. SCIPIONE, *Commento all’art. 112-bis*, in AA.VV., *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, Torino, 2013, 1204 ss.; R. LENER, *La disciplina degli organismi per la tenuta degli albi dei professionisti operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: un’ipotesi di riorganizzazione normativa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 27 s.; E. BANI, *Commento all’art. 112-bis*, in F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Padova, 2018, 1669 ss.

attività finanziaria e dei mediatori creditizi, previsto dall'art. 128-*undecies* del T.U.B.² Una tale evoluzione si è verificata nell'ambito dell'affermazione di un più effettivo controllo pubblico sull'attività degli intermediari finanziari non bancari, anche a seguito della riforma recata dal d.lgs. n. 141 del 2010³.

Come già osservato *aliunde*, la configurazione di tali modelli di regolazione e controllo potrebbe consentire di ripensare il ruolo svolto dallo Stato, che passa nella realtà odierna dall'essere regolatore diretto al duplice ruolo di "disegnatore di sistema" e di controllore di ultima istanza della legalità⁴, senza con ciò voler ridefinire il rapporto pubblico-privato mediante una lettura riduttiva della sfera di competenze pubbliche⁵, dovendosi piuttosto intendere i nuovi modelli regolativi come una diversa modalità di esplicazione del "pubblico". Del resto, proprio la riflessione sulle forme di regolazione del mercato e sulle modalità di tutela dei vari interessi che gravitano intorno ad esso ferve già da tempo nel dibattito e nelle

²Su cui v. E. COCCHI, *Commento all'art. 128-undecies*, in F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Padova, 2018, 2494 ss.

³Cfr. M. PELLEGRINI, *Il controllo sugli intermediari finanziari non bancari, aspetti problematici ed orientamenti giurisprudenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 57 ss.; Id., *Da un riscontro di regolarità alla "supervisione": la svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 5, 593 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Art. 106*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, Padova, 2012, III, 106 ss.

⁴Secondo G. DE MINICO, *Regole comando e consenso*, Torino, 2005, 6, si potrebbe pensare a "... un sistema meno strutturato e rigidamente definito negli elementi che lo compongono, nel quale il punto di equilibrio è di volta in volta dinamicamente individuato dal decisore politico. Un disordine creativo, questo, che rimanda necessariamente all'esistenza di uno Stato, e nel quale parimenti può trovarsi una simmetria tra liberismo giuridico e liberismo economico. Lo Stato, infatti, come è pronto a correggere le asimmetrie dell'economia di mercato, così interviene nei processi giuridici, come architetto di sistema e regolatore di ultima istanza. Al liberismo eterodiretto, in via preventiva con la disciplina antitrust, e in via successiva con la regolazione correttiva dei fallimenti del mercato, corrisponderebbe, in termini di ordine giuridico, un sistema reticolare di governi di interessi: spazi di autonomia pubblica e privata, distribuiti su più piani, reciprocamente complementari, con riserva allo stato del ruolo di responsabile ultimo del nuovo ordine giuridico."

⁵A parere di G. ROSSI, *Diritto pubblico e diritto privato nell'attività della p.a.: alla ricerca della tutela degli interessi*, in *Dir. pubbl.*, 1998, 2, 661 ss. e D. D'ALESSANDRO, *Sussidiarietà solidarietà e azione amministrativa*, Milano, 2004, 77, in modelli che prevedono il ricorso all'assunzione delle responsabilità di svolgimento di attività di interesse generale aventi contenuto economico da parte dei cittadini, rischia di transitare verso il privato la titolarità stessa del servizio, non rispondendo tale tendenza al quadro costituzionale della sussidiarietà e alle esigenze di garanzia degli interessi "a soddisfazione necessaria".

indicazioni emerse in sede europea⁶ e nell'ambito della dottrina straniera⁷, nonché in taluni approfondimenti sul tema dei rapporti fra pubblico e privato nei nuovi modelli di regolazione⁸.

Senza voler qui approfondire nella direzione della teoria della regolazione, gli organismi di diritto privato sopra menzionati rientrano negli strumenti della regolazione intesa come "l'insieme diverso degli strumenti mediante i quali i governi stabiliscono gli obblighi ai quali sono assoggettati i cittadini e le imprese", includendosi nel concetto di regolazione "le leggi, i provvedimenti formali e informali e le norme delegate emessi da tutti i livelli governativi e da organismi non

⁶Attenzione alle strategie di autoregolazione e co-regolazione è stata data anche dalla Corte di giustizia che è intervenuta nel dibattito, considerando, ad esempio, che l'utilizzo dell'autoregolazione rappresenta uno strumento adeguato a condizione che le norme poste dai privati abbiano efficacia *erga omnes* (sent. n. 361/88, Commissione c. Germania, in *Racc.* 1991 I-2567), che le sanzioni siano effettive, ragionevoli e dissuasive, che sia assicurata l'effettività della tutela per i soggetti regolati e per i terzi (sent. n. C 180/1995, *Draehmpaehl c. Urania immobilienservice OHG*, in *Racc.* 1997, I-2195). Sul fronte della normazione, anche le direttive europee prevedono di frequente il ricorso all'autoregolazione quale strumento di recepimento della normativa europea nell'ordinamento interno (cfr., ad esempio, l'art. 16 della direttiva 2000/31/CE in materia di commercio elettronico).

⁷V. *ex multis*, per la dottrina francese, J. CHEVALLIER, *Vers un droit post-moderne? Les transformations de la régulation juridique*, in *Rev. du droit public*, 1998, 659 ss.; M.A. FRISON ROCHE, *Le droit de la régulation*, Paris, Le Dalloz, 2001; B. DU MARAIS, *Droit public de la régulation économique*, Paris, Presses de Science po. et Dalloz, 2004 nonché, nella dottrina anglosassone, A. OGUS, *Rethinking Self-Regulation*, in 97 *Oxford Journal of Legal Studies*, 1995, 15 ss.; J. BLACK, *Constitutionalising self-regulation*, in 59 *Modern Law Review*, 1996, 24 ss.; R. BALDWIN – M. CAVE, *Understanding Regulation*, Oxford, 1999; L. MAC GREGOR – T. PROSSER – C. VILLIERS (eds.), *Regulation and Markets Beyond 2000*, Aldershot, Ashgate, 2000; C. SCOTT, *Analysing Regulatory Space: Fragmented Resources and Institutional Design*, in *Public Law*, 2002, 329 ss.; E. GLAESER – A. SHLEIFER, *The Rise of the Regulatory State*, in *Journal of economic literature*, 2003, 401 ss.; C. SCOTT, *Regulation*, Ashgate, Dartmouth, 2003; H.C. BOYTE, *Reframing Democracy: Governance, Civic Agency, and Politics*, in *Public Administration Review*, September/October 2005, vol. 65, No. 5, 536 ss.; L. BLOMGREN BINGHAM – T. NABATCHI – R. O'LEARY, *The New Governance: Practices and Processes for Stakeholder and Citizen Participation in the Work of Government*, *ibidem*, September/October 2005, vol. 65, No. 5, 547 ss.; C. SKELCHER – N. MATHUR – M. SMITH, *The Public Governance of Collaborative Spaces: Discourse, Design and Democracy*, in *Public Administration*, 2005, vol. 83, 3, 573 ss.; J. BLACK, *Managing Regulatory Risks and Defining the Parameters of Blame: A Focus on the Australian Prudential Regulation Authority*, in *Law and Policy*, 2006, 28, 1 ss. La configurazione dei vari modelli di *rule-making* inizia ad essere oggetto di indagine più meditata anche da parte dei cultori dell'analisi economica del diritto: v., ad esempio, F. PARISI, *Sources of Law and the Institutional Design of Lawmaking*, in *Journal of Public Finance and Public Choice*, 2001, 95 ss.

⁸V., ad esempio, la riflessione di F. CAFAGGI, *Un diritto privato europeo della regolazione? Coordinamento tra pubblico e privato nei nuovi modelli regolativi*, in *Pol. dir.*, 2004, 2, 205 ss.

governativi o di autoregolazione ai quali i governi hanno delegato poteri di regolazione”⁹.

Rammentando l’elencazione descrittiva di Ogus sul concetto di regolazione, che ne individua le varie e diverse forme¹⁰ [*a) regulation by information*, quale tipologia di regolazione che si basa sull’imposizione, nei confronti dei soggetti regolati, di obblighi di trasparenza e di diffusione delle caratteristiche qualitative del bene prodotto e commerciato; *b) private regulation*, basata sull’imposizione di obblighi che possono essere eseguiti solo dai soggetti nei confronti dei quali è stata adottata la regolazione; *c) regulation by economic instruments*, fondata su strumenti economici incentivanti o disincentivanti rispetto allo svolgimento di determinate attività; *d) regolazione command and control*, basata sull’imposizione di determinati standards nell’esercizio di una certa attività, la violazione dei quali è sanzionata da norme penali; *e) regolazione per mezzo di prior approval*, fondata sul divieto di intraprendere una determinata attività economica senza aver ottenuto una licenza o un’autorizzazione, previo possesso di determinati requisiti; *f) regolazione per mezzo di negative licencing*, basata sull’obbligo di comunicazione o notificazione all’autorità amministrativa dell’attività intrapresa, soggetta successivamente al controllo e a interventi correttivi o repressivi della stessa autorità; *g) self-regulation*, nell’ambito della quale sono i soggetti regolati che autodisciplinano la loro attività, rispondendo, eventualmente, ad apposite autorità di autoregolamentazione o seguendo *guidelines* fornite dalla pubblica autorità], i nostri organismi di diritto privato possono essere annoverati nell’ambito dell’esplicazione della nozione di *self-regulation*, in relazione alla quale gli studiosi anglosassoni hanno prodotto molteplici studi¹¹.

⁹Cfr. OCSE, *La riforma della regolazione in Italia*, 2001, *passim*, sul quale v. G. DE VERGOTTINI, *Garanzie e poteri regolatori*, in *Studi parl. pol. cost.*, 2001, n. 132-133, 19 ss.

¹⁰A. OGUS, *Regulations, legal form and economic theory*, Oxford, Clarendon Press, 1994, *passim*.

¹¹Come noto, al sorgere delle *Regulatory Agencies* e al dilemma di base fra *Self-Regulation* vs. *Government Regulation* il dibattito sulle forme della regolazione si è avviato soprattutto in

A ben vedere, la delega da parte delle Autorità pubbliche agli organismi di diritto privato può inquadrarsi, nel nostro ordinamento, nell'ambito di una concreta esplicazione del principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale, inteso quale collegamento e principio regolativo dei rapporti fra Stato e società. Proprio con riguardo alla comprensione delle nuove strutture regolative appare utile approcciare da un concetto aperto di sussidiarietà orizzontale, intesa come "principio relazionale" che si riferisca ad una relazione tra Stato e società civile e che, quanto alla funzione, privilegi l'intervento dei soggetti nell'ambito più vicino possibile agli interessi coinvolti: si può così apprezzare il carattere intrinsecamente propulsivo della sussidiarietà orizzontale, che vale a disegnare e a legittimare, anche dal punto di vista costituzionale, anche i nuovi modelli di regolazione e controllo sui mercati¹².

2. Evidentemente, l'esercizio di attività di controllo sui mercati finanziari da parte di organismi di diritto privato pone una serie di questioni, fra le quali emerge quella relativa alla possibile titolarità e all'esercizio in concreto del potere

Inghilterra: v. R. BALDWIN – C. MC CRUDDEN, *Regulation and Public Law*, London, Weidenfeld and Nicolson, 1987 nonché S. BREYER, *Regulation and its Reform*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1982; S. BREYER – R. STEWART, *Administrative Law and Regulatory Police*, Boston, Little Brown, 1985; A.E. KAHN, *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*, New York, Wiley, 1970; G. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, in *Bell Journal of Econ. Sc.*, 1971, 2; R.A. POSNER, *Theories of Economic Regulation*, *ibidem*, 1974, 5, 335 ss.; G. STIGLER, *The Citizen and the State: Essays on Regulation*, University of Chicago, University of Chicago Press, 1975; S. PELTZMAN, *Towards a More General Theory of Regulation*, in *Journal of Law and Economics*, 1976, 19, 211 ss.; B.M. OWEN – R. BRAUETIGAN, *The Regulation Game*, Cambridge, Ballinger, 1978; B.T. MITNICK, *The Political Economy of Regulation*, New York, Columbia University Press, 1980; J.Q. WILSON, *The Politics of Regulation*, New York, Basic Books, 1980; E. BARDACH – R.A. KAGAN, *Going by the Book: The Problem of Regulatory Unreasonableness*, Philadelphia, Temple University Press, 1982; A. OGUS – C.G. VELJANOVSKI, *Readings in the Economics of Law and Regulation*, Oxford, Clarendon Press, 1984; T.K. MC GRAW, *Prophets of Regulation*, Harvard, Harvard University Press, 1984; A. OGUS, *Regulations, legal form and economic theory*, cit. Nella letteratura italiana v. H. SIMONETTI, *Autoregolamentazione e codici di condotta. Le esperienze dell'Italia e del Regno Unito*, in *Dir. e cultura*, 2002, 19 ss.

¹²Per un'applicazione concreta del principio in ordine alla regolazione dei mercati bancario e finanziario sia consentito rinviare a D. SICLARI, *Modelli di sussidiarietà orizzontale. La centralizzazione delle informazioni sui rischi di pagamento*, Padova, 2007.

sanzionatorio, tipicamente appannaggio delle Autorità pubbliche di regolazione e vigilanza¹³.

Del tema si è occupata di recente la giurisprudenza¹⁴, che ha esaminato talune delibere di radiazione e sospensione dall'albo, adottate dall'Organismo di Vigilanza e tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari (O.C.F.), previsto dall'art. 31 del T.U.F., costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei consulenti finanziari e ordinato in forma di associazione con autonomia organizzativa e statutaria, dotato di poteri sanzionatori, sul quale la Consob vigila con la finalità di verificare l'adeguatezza delle procedure interne adottate per lo svolgimento dei compiti a questo affidati, a norma dell'art. 31-*bis* del medesimo Testo Unico. Si tratta sempre di esercizio di potere sanzionatorio, pure tenendo a mente la distinzione tra "sanzioni in senso stretto", termine con cui la dottrina indica tradizionalmente le sanzioni amministrative pecuniarie, espressione primaria della funzione punitiva statale¹⁵, e tutti i diversi provvedimenti amministrativi "sanzionatori" che invece dispongono revoche sanzionatorie ovvero impongono

¹³In tema v., *ex multis*, E. BANI, *Le sanzioni amministrative*, in AA. VV., *La nuova legge sul risparmio*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2006, p. 406; R. TITOMANLIO, *Funzione di regolazione e potestà sanzionatoria*, Milano, 2007, p. 475; R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Società*, 2010, p. 986; M. FRATINI, *Le sanzioni dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e sociali (Isvap)*, in A.A. V.V., *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, a cura di M. Fratini, Padova, 2011, p. 691; W. TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob*, Milano, 2012; E. CHELI, *Osservazioni in ordine al potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 330; G. BRUZZONE - M. BOCCACCIO - A. SAIJA, *Le sanzioni delle Autorità indipendenti nella prospettiva europea*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 401; M. CLARICH - L. ZANETTIN, *Le garanzie del contraddittorio nei procedimenti sanzionatori dinnanzi alle autorità indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 361; F. TRIMARCHI, *Funzione di regolazione e potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti*, in AA. VV., *Il potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti*, a cura di M. Allena e S. Cimini, in *www.giustamm.it*, 2014; A. URBANI, *Vigilanza bancaria e sanzioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, suppl. al fasc. n. 2.

¹⁴Corte di Appello di Bologna, 18 marzo 2022 e Corte di Appello di Torino, 2 aprile 2022, segnalate da Stefano Montemaggi e Nicolò Galasso, *Sanzioni irrogate da un organismo di diritto privato investito dal TUF di poteri di controllo: non c'è violazione della MiFID II*, in *Nomos Basileus*, maggio 2022, n. 17.

¹⁵Sulle cui caratteristiche v., per tutti, E. CASSETTA, voce *Sanzione amministrativa*, in *Digesto pubbl.*, VII, Torino, 1993, p. 589 e 602; A.M. SANDULLI, voce *Sanzioni amministrative*, in *Enc. giur.*, XXVIII, 1992, p. 2 ss.

misure di riduzione in pristino stato¹⁶.

Dinanzi al giudice si lamentava l'inesistenza o, in ogni caso, l'invalidità delle delibere adottate dall'O.C.F. poiché emesse da un soggetto avente natura di associazione di carattere privato che non appare riconducibile alla nozione di "pubblica amministrazione" e che, pertanto, si pone in contrasto con l'art. 67, co. 2 della Direttiva UE n. 65/2014 (MiFID II), che consente all'autorità pubblica di delegare ad altri soggetti non qualificabili come autorità pubbliche solo funzioni non comportanti l'esercizio di pubblici poteri o l'uso di poteri discrezionali¹⁷.

Al riguardo, il giudice richiama una decisione della Corte di Giustizia UE, che aveva rilevato che la disciplina contenuta nella MiFID riguarda solo le imprese di investimento, mentre i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede rientrano nella definizione di agenti collegati di cui all'art. 4, par. 1, punto 25 (materia quindi come tale non disciplinata dalla MiFID)¹⁸: in tal caso, la Corte europea aveva esaminato proprio il quesito se il divieto temporaneo di attività comminato dalla Consob ad un consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede fosse compatibile con le disposizioni della MiFID.

Come noto, l'agente collegato è costituito dalla "persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di

¹⁶Cfr. già G. ZANOBINI, *Le sanzioni amministrative*, Torino, 1924, *passim* e, più di recente, C.E. PALIERO - A. TRAVI, *La sanzione amministrativa: profili sistematici*, Milano, 1988, pp. 91 ss.; Id., voce *Sanzioni amministrative*, in *Enc. dir.*, 1989, XLI, pp. 345 ss.; P. CERBO, *Le sanzioni amministrative*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo: diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, Milano, 2003, vol. I, p. 581.

¹⁷Nel dettaglio, secondo l'art. 67, par. 1, della direttiva MiFID II gli Stati membri designano le autorità competenti per lo svolgimento di ognuna delle funzioni previste dalle differenti disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 e dalla presente direttiva. Gli Stati membri informano la Commissione, l'ESMA e le autorità competenti degli altri Stati membri dell'identità delle autorità competenti responsabili dello svolgimento di ognuno dei compiti, e di ogni eventuale divisione degli stessi. Secondo il par. 2, le autorità competenti di cui al paragrafo 1 sono autorità pubbliche, fatta salva la possibilità di delegare funzioni ad altri soggetti, quando ciò sia espressamente previsto all'articolo 29, paragrafo 4. Qualsiasi delega di funzioni a soggetti diversi dalle autorità di cui al paragrafo 1 non può comportare l'esercizio di pubblici poteri né l'uso di poteri discrezionali di giudizio.

¹⁸CGUE 8 maggio 2019, C-53/18.

investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziarie/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari”.

Seguendo l’avviso della Corte europea, secondo cui la “direttiva MiFID non disciplina l’attività degli agenti collegati in quanto tale, bensì enuncia le condizioni alle quali le imprese di investimento possono fare ricorso a simili agenti” con l’obiettivo di assicurare che la disciplina dettata a tutela degli investitori e del mercato sia rispettata anche quando le imprese di investimento si avvalgano di soggetti terzi, il giudice italiano ha pertanto ritenuto che il principio così enunciato possa applicarsi anche sotto la vigenza della MiFID II, tenuto conto della continuità nelle definizioni di “agente collegato” e di “impresa di investimento”, considerando anche il considerando n. 10 della direttiva (“le condizioni per l’esercizio di attività al di fuori dei locali dell’impresa di investimento (vendita porta a porta) non dovrebbero essere disciplinate dalla presente direttiva”). Sulla base di tali premesse, si è quindi deciso che “la MiFID II esclude dal proprio ambito la regolamentazione delle condizioni per lo svolgimento dell’attività di offerta fuorisede degli agenti collegati, occupandosi di essi soltanto allo scopo di assicurare che l’impresa di investimento li scelga nell’ambito di quelli iscritti in pubblici registri e li obblighi al rispetto delle regole che riguardano la propria attività”.

Premessa la non riconducibilità dell’attività fuori sede degli agenti finanziari nell’ambito disciplinare della MiFID II, il giudice italiano non ritiene, poi, come prospettato dal ricorrente, che il potere sanzionatorio avrebbe carattere discrezionale e che quindi, come tale, non potrebbe essere attribuito a un organismo di diritto privato, sulla base del disposto dell’art. 67 della MiFID II. Ciò in quanto le sanzioni di carattere interdittivo “non diversamente da quelle pecuniarie,

debbono essere applicate sulla base della gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva e quindi sulla base di criteri che non possono ritenersi espressione di discrezionalità amministrativa". Sul punto, pare opportuno rammentare come siano risalenti i dubbi in merito alla natura giuridica del potere sanzionatorio delle autorità amministrative indipendenti nonché le riflessioni sulla natura discrezionale o vincolata del potere punitivo, sulla sua possibile assimilazione alla discrezionalità giudiziale della prerogativa decisionale e sugli indici della natura discrezionale del potere sanzionatorio¹⁹.

Quanto alla delegabilità del potere punitivo, il giudice osserva che esso è "per espressa disposizione della direttiva, delegabile anche a soggetti privati – posto che l'art. 29, quarto comma, della direttiva, richiamato dall'art. 67, non distingue tra soggetti pubblici e soggetti privati – che operino sotto il controllo dell'autorità competente" e "se dunque la direttiva consente una siffatta delega, nessuna contrarietà alla stessa potrebbe rinvenirsi nel disposto della legislazione nazionale che attribuisca, a monte, l'esercizio di tali poteri ad un organismo privato il quale opera sotto il controllo dell'autorità competente".

3. L'esercizio privato di funzioni pubbliche²⁰, schema generale entro cui la dottrina fa rientrare i casi degli organismi di controllo sopra esaminati²¹, deve certamente osservare taluni criteri per assicurare, *in primis*, l'osservanza del principio di legalità dell'ordinamento, quali il carattere di doverosità dell'attività svolta e la formalizzazione o procedimentalizzazione della medesima attività²².

Va certamente richiesto a tali organismi di conformare un'attività

¹⁹Cfr. G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, 2020, 49 ss.

²⁰Per cui v. A. MALTONI, *Il conferimento di potestà pubbliche ai privati*, Torino, 2005; Id., *Esercizio privato di pubbliche funzioni*, in *Enc. dir.*, Annali, Milano, 2007.

²¹E. BANI, *Commento all'art. 112-bis*, cit., 1674.

²²Cfr. MODUGNO, *Funzione*, in *Enc. dir.*, Milano, 1969, XVIII, 301, richiamato da E. BANI, *Commento all'art. 112-bis*, cit., 1674.

procedimentale rispettosa dei moderni principi di struttura del procedimento punitivo (come del resto è via via avvenuto con riguardo ai regolamenti sanzionatori delle Autorità pubbliche di vigilanza sui mercati finanziari, anche sulla spinta dell'ordinamento sovranazionale²³), in relazione, ad esempio, alla garanzia per gli spazi di contraddittorio già nella fase preistruttoria, ai termini per la contestazione degli addebiti e ai cosiddetti termini intermedi²⁴, al contraddittorio nella fase istruttoria²⁵ mediante un effettivo accesso al fascicolo e ai documenti amministrativi correlati, alla separazione tra funzione istruttoria e decisoria, vigilando sul rischio di utilizzo di mere motivazioni *per relationem*²⁶.

Ma è sul rispetto effettivo del principio di personalità e proporzionalità²⁷, in termini di criteri da seguire per la concreta definizione della sanzione²⁸, che si

²³Cfr. M. ALLENA, *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi CEDU*, in *Giornale dir. amm.*, 2014, 11, 1053 ss.; B. BARMAN, *Dopo il caso Grande Stevens: la via italiana al giusto procedimento*, *ibidem*, 2017, 3, 306 ss.

²⁴Sul punto sia consentito rinviare a D. SICLARI, *Sanzioni amministrative della Consob e individuazione di termini: alla ricerca di un giusto equilibrio fra principio di ragionevolezza, discrezionalità organizzativa delle autorità indipendenti e certezza dei tempi del procedimento*, in *Giur. it.*, 2005, 4, IV, 865 ss. nonché, più di recente, Cass. civ., Sez. II, 27 settembre 2018, n. 23387 con nota di E. DESANA, *Sanzioni Consob e termine per la contestazione dell'illecito*, in *Giur. it.*, 2019, 3, 590 secondo cui "la pura "constatazione" dei fatti nella loro materialità non coincide necessariamente con l'"accertamento": nell'attività di regolazione e supervisione delle attività private vi sono ambiti, come appunto quello dell'intermediazione finanziaria, che richiedono valutazioni complesse, non effettuabili nell'immediatezza della percezione dei fatti suscettibili di trattamento sanzionatorio. Ciò tuttavia non esclude che a tali valutazioni si debba procedere in un tempo ragionevole e che in sede di opposizione il giudice, ove l'interessato abbia fatto valere il ritardo come ragione di illegittimità del provvedimento sanzionatorio, sia abilitato a individuare il momento iniziale del termine per la contestazione non nel giorno in cui la valutazione è stata compiuta, ma in quello in cui avrebbe potuto - e quindi dovuto - esserlo".

²⁵V., ad esempio, B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giornale dir. amm.*, 2015, 4, 511 ss.

²⁶G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, cit., 189 ss.

²⁷G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, cit., 141 ss.

²⁸Ad esempio, con riguardo alla procedimentalizzazione e ai criteri per l'esercizio del potere sanzionatorio dell'Organismo previsto dall'articolo 112-bis del T.U.B., l'art. 17 (*Provvedimenti sanzionatori*) del decreto ministeriale 23 dicembre 2015, n. 228, recante il "Regolamento sulla disciplina della struttura, dei poteri e delle modalità di funzionamento dell'Organismo previsto dall'articolo 112-bis del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché l'individuazione dei requisiti di onorabilità e professionalità dei componenti degli organi e relativi criteri" (pubblicato nella Gazz. Uff. 18 marzo 2016, n. 65) prevede al comma 1 che l'Organismo procede d'ufficio alla cancellazione dall'elenco in caso di: a) perdita di uno dei requisiti per l'iscrizione; b) gravi violazioni di norme di legge e delle relative disposizioni di attuazione; c) mancato pagamento del

auspica tali organismi di diritto privato dovranno impegnarsi sul campo, similmente al percorso che le più adulte e mature Autorità pubbliche di vigilanza hanno opportunamente intrapreso. Soprattutto il principio di personalità andrebbe valorizzato, costituendo esso parametro di legittimità della decisione sanzionatoria non solo in quanto la sanzione va necessariamente riferita al responsabile della condotta, ma anche poiché la determinazione e la quantificazione della sanzione deve avere riguardo anche all'interesse del sanzionando²⁹, dovendosi valutare e dedurre in motivazione la posizione complessiva del destinatario della sanzione.

Domenico Siclari

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"*

contributo ai sensi dell'articolo 112-bis, comma 2, t.u.b.; d) inattività - non giustificata da comprovati motivi - protrattasi per un periodo di tempo non inferiore a un anno. Secondo il comma 3, ai fini del comma 1, lettera b), la gravità delle violazioni può essere desunta, tra l'altro: a) dall'idoneità della condotta ad esporre il confidi a significativi rischi o all'incapacità di far fronte agli impegni assunti; b) dalla commissione reiterata o diffusa della violazione; c) dall'entità del vantaggio ottenuto o delle perdite evitate attraverso la violazione, nella misura in cui essa sia determinabile; d) dai pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione, nella misura in cui il loro ammontare sia determinabile.

²⁹ G. ROMAGNOLI, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, cit., 142.

LA SUPERVISIONE SUL MERCATO DEI CAPITALI DOPO DUE CRISI: NOTARELLE MINIME *

(Capital Markets Supervision After Two Crises: Minimum Notes)

ABSTRACT: *This paper develops, in a concise manner, three points, with the aim of answering the question: "after two financial crises, how does capital market supervision look like?". First, it will explore how the institutional dimension of supervision is articulated in the Union. It will then deal with the markets' dimension. Finally, it will conclude with an analysis of the future prospects for supervision." It claims that the architectural set up of the supervision requires additional efforts in terms of coherence, and looks at the major challenges posed by the new dimensions of financial markets, including ESG and digitalization, in the context of the Capital Markets Union project*

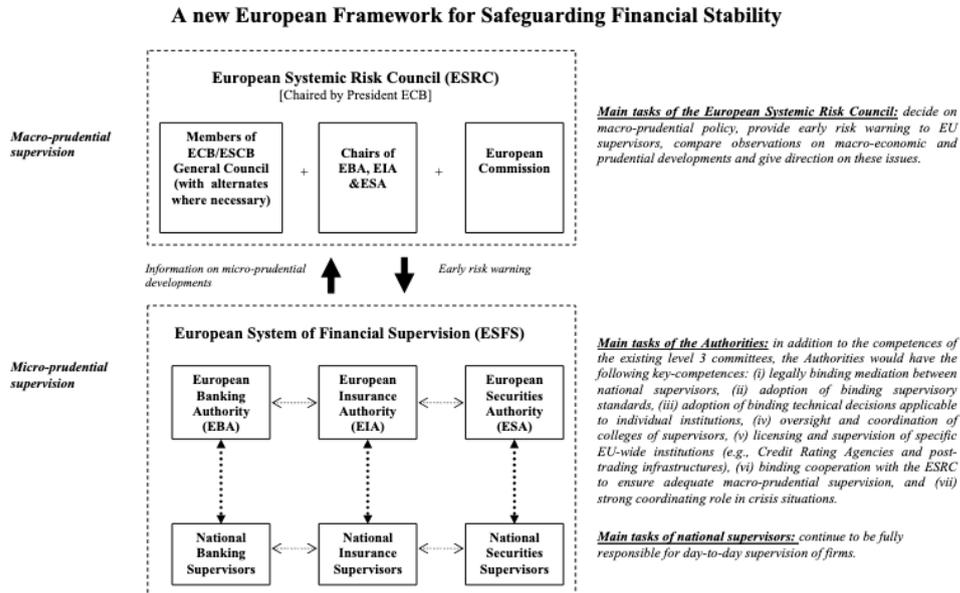
1. Il tema che il presente contributo intende affrontare, ossia “la supervisione del mercato finanziario”, necessita di una premessa di metodo: verrà, in questa sede, sinteticamente trattato esclusivamente il profilo della supervisione, tralasciando, per quanto possibile, la dimensione della regolazione dei mercati. I punti che si intendono analizzare nel prosieguo sono tre, con l’obiettivo di rispondere alla seguente domanda: “dopo due crisi finanziarie, come si presenta la supervisione sul mercato dei capitali?”.

Innanzitutto, verrà illustrato come si articola la dimensione istituzionale della vigilanza. Si tratterà, successivamente, della dimensione dei mercati. Si concluderà, infine, con un’analisi sulle future prospettive della vigilanza.

2. Il punto di partenza di queste mie riflessioni è un grafico contenuto nel rapporto *de Larosière* del 2009, redatto dal “Gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell’Unione Europea” (composto da 8 membri, tra cui il

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

Professor Masera) e pubblicato pochi mesi dopo – e, pertanto, con estrema celerità – il fallimento di Lehman Brothers¹.



Il rapporto, sulla base di un'analisi delle principali cause che determinarono la crisi finanziaria internazionale, ha rappresentato, di fatto, il *vademecum* su cui si sono basate tutte le riforme realizzate, non solo in ambito *Capital Markets*, ma anche nella legislazione bancaria negli anni successivi.

La dimensione istituzionale che veniva immaginata a seguito della pubblicazione del rapporto si basava su alcuni punti fondamentali: la suddivisione tra supervisione macroeconomica e microeconomica, il rafforzamento delle Autorità di vigilanza nazionali, la costituzione di un *network* di supervisori europei, la trasformazione dei vecchi comitati in agenzie europee *fully-fledged*, dotate di

¹ Per maggiori dettagli sul rapporto *de Larosière* e sulla sua evoluzione, si veda GORTSOS, *The Proposals of the Larosière Group on the Future of Financial Supervision in the European Union*, in GIOVANOLI - DEVOS, *International Monetary and Financial Law: The Global Crisis*, Oxford University Press, Oxford – New York, 2010, Capitolo 6, 127-145; LOUIS, *The implementation of the Larosière report: a progress report*, in GIOVANOLI - DEVOS, *International Monetary and Financial Law: The Global Crisis*, Oxford University Press, Oxford – New York, 2010, 146-176.

autonomia giuridica e con compiti molto diversi e rafforzati rispetto ai vecchi comitati.

Ciò che è interessante notare oggi è che, per quanto lo schema previsto dal rapporto *de Larosière* non sia stato stravolto, non è stato tuttavia, possibile mantenere ferma e immutata l'impostazione originaria.

La prima, radicale, modifica successivamente intervenuta relativamente all'assetto immaginato dal rapporto *de Larosière* è, naturalmente, il Meccanismo di Vigilanza Unico (*Single Supervisory Mechanism - SSM*)², con il conseguente accentramento, a decorrere dal novembre 2014, della funzione di vigilanza sulle banche in capo alla Banca Centrale Europea – quantomeno per l'area euro - con la stretta cooperazione (*close cooperation*) degli Stati membri³. A ciò si aggiunge il fatto che l'ESMA (nel rapporto *de Larosière* denominata "ESA") si è vista affidare nel tempo delle funzioni di vigilanza diretta che non erano ricomprese nell'impianto originario: si tratta, in vero, della tendenza ad incrinare la linea di confine tra funzioni di supervisione e funzioni di regolazione, che si è manifestata anche attraverso canali istituzionali, ossia con l'ampliamento dei poteri in capo alle Autorità.

In tale contesto, l'ESMA rappresenta il caso più evidente: nasce come omologo di EBA e di EIOPA e, pertanto, come autorità essenzialmente di regolazione, ma gli vengono conferite successivamente anche funzioni di supervisione (ad esempio, la supervisione diretta sulle *credit agencies*, sui *central*

² Sull'evoluzione del SSM e sul ruolo della Banca Centrale Europea, v. ALEXANDER, *The ECB and Banking Supervision: Does Single Supervisory Mechanism Provide an Effective Regulatory Framework?*, in ANDENAS - DEIPENBROCK, *Regulating and Supervising European Financial Markets – More Risks than Achievements*, Springer International Publishing, Switzerland, 2016, 253-276; BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The role of the ECB and the EBA*, in *Working paper No 2, Luiss Guido Carli School of European Political Economy*, Luiss University Press, 2014; FERRAN - BABIS, *The European Single Supervisory Mechanism*, in *Legal Studies Research Paper Series*, University of Cambridge, Faculty of Law, Paper No. 10/2013, disponibile al seguente indirizzo <https://www.law.cam.ac.uk/ssrn>.

³ Cfr. GORTSOS, *European Central Banking Law – The Role of the European Central Bank and National Central Banks under European Law*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, Palgrave Macmillan, Cham – Switzerland, 2020.

*depositories, ecc.)*⁴.

Nel concreto esercizio della vigilanza sul mercato, si registrano soluzioni non prive di profili di apparente contraddizione rispetto all'assetto istituzionale. A tal riguardo, ad esempio, è possibile, e necessario, interrogarsi sulla natura della c.d. *soft law* (all'interno della quale rientrano le linee guida, le Q&As, ecc), alla luce del grande caso deciso dalla Corte di Giustizia nel luglio del 2021 in cui si è affrontato il problema della natura e dell'efficacia delle linee guida dell'EBA in materia di *product governance* ⁵.

La *soft law*, come delineata a seguito della sentenza della Corte di Giustizia, colora di profili nuovi il ruolo delle Autorità da cui essa promana: un ruolo che si colloca sempre di più in una zona di confine, ove si cumulano, in capo ad un medesimo ente, funzioni di vigilanza e di regolazione.

Come già evidenziato, la vigilanza sugli enti creditizi è tendenzialmente – quanto meno per l'area euro – compatta e centralizzata in capo alla Banca Centrale Europea.

Tale centralizzazione è frutto, da un lato, delle scelte del legislatore eurounitario e da quanto previsto dal regolamento SSM, ma è anche il risultato del ruolo di supporto rivestito dalla Corte di Giustizia nei suoi sempre più importanti e numerosi *leading cases*.

In particolare, nel recentissimo Caso T-913/16, relativo all'acquisizione di una partecipazione qualificata in un ente creditizio, la Corte constata che la nozione di "partecipazione qualificata" deve essere considerata una nozione autonoma del diritto dell'Unione (e non del diritto nazionale) e, come tale,

⁴ Cfr. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, Bloomsbury, 2018.

⁵ Caso 911/19 - *Fédération Bancaire Française v. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*, sul quale v. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2021*, No. 106, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3966980>. Sulla *Soft Law* in generale imprescindibile ELIANTONIO - KORKEA-AHO - STEFAN, *EU soft law in the Member States*, Bloomsbury Professional, 2021.

interpretata in maniera uniforme in tutti gli Stati membri⁶. La Corte di Giustizia conferma, inoltre, che la procedura di valutazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate in un ente creditizio si applica sia alle acquisizioni dirette sia a quelle indirette, nonché al caso in cui una partecipazione qualificata indiretta diventa diretta.

Se, dunque, la vigilanza sugli enti creditizi è compatta e centralizzata, la vigilanza sul mercato dei capitali si muove, invece, in senso opposto.

L'attribuzione in capo all'ESMA di compiti di vigilanza in settori pur rilevanti – basti pensare, ad esempio, alle agenzie di *rating* – rappresenta un'eccezione e non consente, pertanto, di generalizzare una diversa conclusione. L'impostazione è stata anche confermata in fase di revisione dei regolamenti istitutivi delle tre agenzie europee nel 2018, da cui è scaturita, confermata, l'impostazione di una vigilanza sul mercato dei capitali che è prevalentemente nazionale.

In tale ambito, la vigilanza si basa innanzitutto sui vecchi istituti, seppur rimodernati, dello scambio di informazioni e della cooperazione, che guarda all'ESMA come Autorità con ruolo di coordinamento e di confronto ma non di vigilanza accentrata, se non negli ambiti di eccezione sopramenzionati⁷.

A questo punto si rende necessario interrogarsi sulla natura e su quale sia il modello della vigilanza nel mercato dei capitali. L'interrogativo muove dall'assunto ormai pacifico che in certi ambiti si assiste ad una vigilanza che procede per

⁶ Decisione del Tribunale UE del 11 maggio 2022, Caso T-913/16. La questione, peraltro, chiama in gioco le complesse valutazioni legate all'applicazione del diritto nazionale da parte della BCE e dei giudici europei, sulla base dell'art. 4(3) del Regolamento SSM. Su questo tema v. COMAN-FUNK - AMTENBRINK, *On the Scope and Limits of the Application of National Law by the European Central Bank within the Single Supervisory Mechanism*, in *Banking & Finance Law Review*, Volume 33, Issue 2, 2018, 133-172; GIGLIONI, *The European Banking Union as a new Model of Administrative Integration?*, in CHITI – VESPERINI, *The administrative architecture of financial integration. Institutional design, legal issues, perspectives*, il Mulino, Bologna, 2015; WITTE, *The application of national banking supervision law by the ECB: three parallel modes of executing EU law?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, Volume 21, Issue 1, 2014; GORTSOS, *The Crédit Agricole cases: banking corporate governance and application of national law by the ECB*, in ZILIOLI - WOJCIK, *Judicial Review in the European Banking Union*, Edward Elgar Publishing, 2021.

⁷ BUSCH, *A Stronger Role for the European Supervisory Authorities in the EU?*, in BUSCH - AVGOULEAS - FERRARINI, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford EU Financial Regulation Series, Oxford University Press, United Kingdom, 2018, 28-54.

soggetti e, in altri ambiti, per finalità.

Ad esempio, il regolamento SSM (che, ovviamente, rileva anche per il mercato dei capitali nell'eventualità in cui gli enti creditizi operino in tale mercato) là dove espunge dal perimetro della vigilanza della BCE i profili che attengono alla tutela dei consumatori o alla trasparenza bancaria, sembrerebbe disegnare una vigilanza per finalità, affidando la tutela del consumatore alle Autorità nazionali.

Allo stesso tempo, tuttavia, rientrano nel perimetro della vigilanza prudenziale altri profili – come, ad esempio, il *conduct risk* – idonei, a loro volta, ad impattare di nuovo e in maniera significativa la tutela del consumatore⁸.

A ciò si aggiungono i diversi e complessi quadri nazionali: in alcuni paesi si è affermata la tendenza di modelli di vigilanza unitaria, mentre in altri persiste una vigilanza per funzioni (o *main line of business*).

L'Italia è caratterizzata da un sistema di vigilanza ibrido, in alcuni casi per soggetti, in altri per funzioni e, in altri ancora, con una commistione delle due soluzioni. Negli altri Paesi dell'Unione, i modelli sono diversi e, comunque, sempre connotati da un numero non esiguo di Autorità che, con compiti diversi, insistono sulla supervisione del mercato finanziario. Ne deriva un quadro estremamente complesso, che, negli anni, certamente non si è semplificato⁹.

Il problema non è solo numerico ma anche di come possano coesistere e dialogare diverse Autorità di vigilanza, ciascuna con un proprio stile e modello di vigilanza: si assiste, infatti, a paesi con modelli dell'autorità unica (o *single authority model*) costretti ad interfacciarsi con paesi che hanno adottato, ad esempio, modelli di vigilanza per finalità, in virtù dello schema *Twin Peaks*.

Nella realizzazione della *Capital Markets Union* non si può pertanto,

⁸ Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI - FRIGENI, *Managing Conduct Risk: From Rules to Culture*, in BUSCH – FERRARINI - VAN SOLINGE, *Governance of Financial Institutions*, Oxford EU Financial Regulation Series, Oxford University Press, United Kingdom, 2019, 468-488.

⁹ E v. già le considerazioni, e le statistiche (per molti versi sorprendenti...!) di WYMEERSCH, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, 2006, disponibile al seguente indirizzo <https://ssrn.com/abstract=946695>.

prescindere dalla risoluzione del problema della vigilanza: le regole di matrice eurounitaria, per quanto uniformi e per quanto direttamente applicabili, non possono coesistere con un sistema di *enforcement* e di vigilanza così frammentato.

Tale frammentazione si acuisce ulteriormente a livello applicativo quando si entra nella dimensione della supervisione nazionale e, ancor di più, delle corti nazionali.

2. Se si guarda alla dimensione dei mercati, quale si presenta dopo *due* crisi (2008 e pandemia), si presentano tre profili degni di nota: (i) vigilanza su nuovi prodotti e servizi; (ii) vigilanza su nuovi modelli di *business*; e (iii) nuove modalità di svolgere le attività vigilanza.

Per quanto riguarda la vigilanza su nuovi prodotti e servizi, le evoluzioni maggiormente significative riguardano, naturalmente, la digitalizzazione.

La digitalizzazione del mercato dei capitali risulta essere, in vero, un fenomeno molto ampio, nel quale, a volte, si tendono a parificare manifestazioni con peculiarità e caratteristiche molto diverse tra loro e, pertanto, non assimilabili (basti pensare, ad esempio, ai *crypto-assets*, all'intelligenza artificiale, all'automazione *tout court*, ecc.).

Gli stessi modelli di *business* stanno subendo un cambiamento radicale per effetto della digitalizzazione: le attività finanziarie, in special modo nel settore *Capital Markets*, sono sempre di più attività *data-driven*, basate su tecniche automatizzate, anche di intelligenza artificiale e che presuppongono, pertanto, modalità di prestazione dei servizi diverse rispetto al passato.

Basti pensare, ad esempio, alla consulenza automatizzata (o *robo advice*), alle piattaforme digitali di finanziamento alle imprese, di *invoice financing*, di *equity crowdfunding*, ovvero a piattaforme online per la gestione del collaterale.

In tale contesto, si assiste anche ad una rapida despecializzazione dei soggetti: gli operatori, i leader nel campo del digitale (in particolare i *big* del Tech, quali Apple, Google, Facebook), tendono a diventare *incumbent* anche nel mercato

dei capitali, dando origine a modelli di *business* che prima delle due crisi erano sconosciuti¹⁰⁻¹¹.

Tali soggetti, infatti, grazie anche alla gestione dei c.d. *Big Data*, di tipo relazionale e commerciale, nonché alla capacità di personalizzare i servizi, sono in grado di modificare radicalmente gli schemi finora consolidati del valore e le dinamiche competitive del settore finanziario.

Diversamente, infatti, dalle rivoluzioni tecnologiche del passato, nello scenario attuale le spinte innovatrici provengono prevalentemente dall'esterno del settore.

Ciò rende necessario che gli attori del sistema finanziario – ma anche le Autorità di vigilanza - effettuino ingenti investimenti in termini di digitalizzazione ed accrescimento delle competenze digitali al fine di cogliere le nuove sfide competitive e gestire i relativi rischi. Un altro nuovo modello, che è ora diventato anche un obiettivo della regolazione e della vigilanza, è quello relativo alla sostenibilità¹². Si tratta di un tema che, pur avendo mutato radicalmente la conformazione dei prodotti e dei servizi finanziari e il rapporto tra intermediario emittente e la clientela, sta anche subendo, parallelamente, un fenomeno di iper-regolamentazione, per il tramite di fonti normative e di *soft law* dettagliate e granulari¹³.

¹⁰ Il tema ha profonde implicazioni anche sul piano della tutela della concorrenza e dei consumatori. Le recenti discipline introdotte in UE (Digital services act “DSA” e il Digital markets act “DMA”) vanno in tale direzione. Si v. a tal proposito HUSOVEC - ROCHE LAGUNA, *Digital Services Act: A Short Primer*, 2022, in HUSOVEC - ROCHE LAGUNA, *Principles of the Digital Services Act*, Oxford University Press, Forthcoming 2023, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4153796>.

¹¹ GORTSOS, *The response of the European Central Bank to the current pandemic crisis: monetary policy and prudential banking supervision decisions*, in *European Company and Financial Law Review*, Volume 17, Issue 3-4, 2020; JOOSEN, *Balancing macro- and micro-prudential powers in the SSM during the COVID-19 crisis*, in GORTSOS - RINGE, *Pandemic Crisis and Financial Stability*, *European Banking Institute (EBI)*, 2020, e-book, Chapter 10, 339-360, disponibile al seguente indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3607930>.

¹² E v., a riguardo, le giuste puntualizzazioni di COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation. Sustainable Finance as a New Policy Objective*, 2022, <https://ssrn.com/abstract=4087166>.

¹³ Un imprescindibile punto di partenza, per comprendere l'ampio fenomeno, è il Rapporto High-

L'assenza di un linguaggio comune per l'identificazione e la descrizione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili (o ESG - *Environmental, Social and Governance*), nonché l'insufficienza e la non comparabilità delle informazioni disponibili, ha, infatti, reso necessario un intervento regolamentare a livello globale.

In particolare, il legislatore eurounitario è intervenuto con misure finalizzate a, *inter alia*, far emergere e misurare i rischi ESG, assicurare una maggiore protezione per gli investitori di fronte a fenomeni di *green/socialwashing*¹⁴ e garantire che i fattori ESG siano considerati nei processi decisionali degli attori del sistema economico-finanziario¹⁵.

È stata prestata, inoltre, particolare attenzione alle norme di comportamento degli intermediari con l'obiettivo di integrare i fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento, alla *corporate governance* e alla rendicontazione in materia di sostenibilità. Per questi ultimi temi, così come per quelli prima menzionati, si pone la necessità di individuare nuovi modelli di supervisione previsionali o *forward-looking* in grado di accompagnare e muoversi di pari passo con l'evoluzione dei mercati delle tecnologie.

In tale contesto il ruolo delle Autorità di vigilanza è connotato da una

Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy - Final Report*, 2018, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

¹⁴ HELLERINGER, *EU vs. Greenwashing: The Birth Pangs of Transparency, Comparability, Cooperation and Leadership*, Oxford Business Law Blog, 2021, consultabile al seguente indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/07/eu-vs-greenwashing-birth-pangs-transparency-comparability-cooperation>).

¹⁵ Si v., *ex multis*, BUSCH – FERRARINI - GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe, Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2022; BUSCH, *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, in *EBI Working Paper Series*, No. 70, 2020, <https://ssrn.com/abstract=3650407>; GORTSOS - KYRIAZIS, *Sustainable Finance: The EU's Legislative Trilogy and the Need for Global Convergence*, 2022, disponibile al seguente indirizzo <https://hub.uoa.gr/sustainable-finance>; LINCIANO – CAFIERO – CIAVARELLA - DI STEFANO – LEVANTINI – MOLLO – NOCELLA – SANTAMARIA - TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Quaderno Finanza Sostenibile della Consob, 2021; DE ARRIBA - SELLIER, *Banking on Green: Sustainability in the Commission's Banking Reform*, in *EU Law Live, Weekend edition*, No. 86, 2022, disponibile al seguente indirizzo <https://eulawlive.com/weekend-edition/weekend-edition-no86>.

complessità crescente: da un lato, devono continuare a garantire la sicurezza e la stabilità del sistema finanziario; dall'altro, devono adottare una maggiore flessibilità nella redazione e "manutenzione" della regolamentazione normativa primaria e secondaria, concepite in un mondo non ancora digitale¹⁶.

Ci si dovrebbe muovere, pertanto, verso un nuovo modello di supervisione in grado di garantire una maggiore coerenza con i principi individuati dal Parlamento europeo e dalla Commissione, tra cui un modello di vigilanza per attività¹⁷, neutralità tecnologica e proporzionalità rispetto ai rischi¹⁸.

In materia di *digital assets*, ad esempio, sono stati recentemente proposti, in sede UE, i tre noti nuovi regolamenti (proposta di regolamento sui mercati delle

¹⁶ V. l'intervento di Carmelo Barbagallo, Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, *Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa - Convegno Invernale 2019, disponibile al seguente indirizzo <https://www.bancaditalia.it/publicazioni/interventi-vari/int-var-2019/barbagallo-08.02.2019.pdf>.

¹⁷ Per quanto riguarda il modello di vigilanza per attività, si v. l'intervento di Giuseppe Siani, Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, *La regolamentazione delle nuove tecnologie basate sulla Distributed ledger technology – DLT, tra tutela del mercato e rischi di sistema*, Università Luiss Guido Carli di Roma, Guardia di Finanza – Scuola di Polizia Economico-Finanziaria, 3 maggio 2022, disponibile al seguente indirizzo https://www.bancaditalia.it/publicazioni/interventi-vari/int-var-2022/SIANI_3_maggio_2022.pdf "L'innovazione mette infatti in discussione paradigmi di business, di supervisione e regolamentari, consolidati da decenni, come quello della vigilanza per soggetti. È richiesta pertanto un'intensa collaborazione tra le autorità coinvolte volti a monitorare i rischi in modo integrato e sfruttare sinergie informative e di competenze, per assicurare la necessaria coerenza di trattamento"; Discorso di Fernando Restoy, *Chairman* del Financial Stability Institute, Bank for International Settlements, al *fintech working group* presso il Parlamento europeo, 16 giugno 2021, *Regulating fintech: is an activity-based approach the solution?*, disponibile al seguente indirizzo <https://www.bis.org/speeches/sp210616.htm>.

¹⁸ Si rimanda a SCHENA – TANDA – ARLOTTA - POTENZA (a cura di), *Lo sviluppo del FinTech Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in Quaderni Fintech della Consob, 2018 in cui si legge che "I risultati che vengono complessivamente raggiunti evidenziano con chiarezza che, a fronte dei rischi emergenti dall'operatività di imprese FinTech (ovvero società online ampiamente non regolamentate a livello internazionale, che svolgono attività i cui rischi ricadono prevalentemente su terzi soggetti), l'attuale impianto regolamentare, prevalentemente basato su un approccio "entity based" che fa leva su riserve di legge ed una tendenziale specializzazione settoriale degli ambiti di vigilanza, limita le azioni attualmente a disposizione delle Autorità di vigilanza per agire nei confronti di questi nuovi operatori. Emerge, inoltre, che le scelte sul piano normativo appaiono particolarmente complesse, in quanto una estensione dell'attuale regolamentazione prevista per gli IFv perseguirebbe l'obiettivo della "neutralità" tecnologica, ma al contempo non si rivelerebbe sufficiente, in considerazione delle attività innovative e delle specificità operative che connotano il FinTech e che richiedono sia una riflessione su nuovi paradigmi normativi e regolamentari, sia un'azione coordinata a livello internazionale delle Autorità di Vigilanza, che possano agire in misura più uniforme in una rinnovata cornice giuridica".

cripto-attività (MiCAR)¹⁹, proposta di regolamento sulla resilienza operativa digitale (DORA) nonché un regolamento sulla tecnologia di registro distribuito (DLT)²⁰, che intrattengono molteplici, e complessi, rapporti con il corpus normativo che oggi insiste sul mercato dei capitali in Europa (in particolare, MiFID e Regolamento prospetti). Pur rappresentando una grande dimostrazione di capacità progettuale dell'Unione Europea, che si è mossa con celerità rispetto, ad esempio, ad altre giurisdizioni come gli Stati Uniti, i tre testi normativi faticano, tuttavia, a stare al passo con l'evoluzione, rapidissima, dei *digital assets*. Ad esempio, la nuova regolamentazione pare non idonea ad incidere sui fenomeni di vera e propria decentralizzazione (ad es. le cc.dd. DAO), né a catturare le più recenti evoluzioni dei prodotti (ad es., i cc.dd. NFT, che, allo stato, non è chiaro se, ed in quale misura, rientreranno nell'ambito di applicazione di MiCA).

Lo stesso regolamento DLT sembrerebbe non rispettare il principio di neutralità tecnologica, implementando un regime *ad hoc* per gli strumenti finanziari DLT-based, in assenza, tuttavia, di un coordinamento con la normativa esistente in materia di servizi finanziari (in particolare, MiFID, MiFIR e CSDR).

3. Con riferimento all'ultimo argomento oggetto di trattazione, ossia le prospettive future, il *punctum crucis* è, ovviamente, rappresentato dalla *Capital Markets Union*, iniziativa volta a creare un mercato unico dei capitali in tutta l'Unione Europea²¹.

Se, tuttavia, l'idea di creare un mercato unico risale già ai Trattati istitutivi dell'Unione Europea, vi sono alcuni elementi che sono emersi soltanto a seguito delle due crisi.

¹⁹ GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ('MiCAR'): A Brief Introductory Overview*, 2021, disponibile al seguente indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3842824>; ZETZSCHE – ANNUNZIATA – ARNER - BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *Capital Markets Law Journal*, Volume 16, Issue 2, 2021, 203-225.

²⁰ BUSCH, *The future of EU financial law*, in *Capital Markets Law Journal*, Volume 17, Issue 1, 2022, 52–94.

²¹ V. sulla CMU, quantomeno nella sua “edizione” originaria, i vari contributi raccolti in BUSCH - AVGOULEAS - FERRARINI, (a cura di), *op.cit.*

Ad esempio, ha assunto di recente rilievo la tendenza della *Capital Markets Union* di guardare sempre di più alla democratizzazione degli investimenti e a garantire parità di accesso agli investitori *retail*. Si muovono in tale direzione le riforme al regolamento ELTIF e alla direttiva AIFM, finalizzate ad incentivare l'investimento da parte degli investitori *retail* tramite, ad esempio, la riduzione della soglia minima di investimento²². Il perseguimento di tale obiettivo necessita, tuttavia, di una maggiore attenzione all'educazione finanziaria, soprattutto per prodotti di investimento caratterizzati da una rischiosità e complessità elevata, o per l'utilizzo consapevole delle piattaforme digitali²³.

In tale contesto si inserisce, l'intendimento, a più riprese declamato dalle Istituzioni, di rafforzare le possibilità di accesso al mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese, di cui si fa portavoce la riforma delle *trading venues* e delle piattaforme di negoziazione: elementi fondamentali sui quali riflettere se si vuole perseguire l'obiettivo di garantire l'accesso al mercato dei capitali ai soggetti di minori dimensioni²⁴.

Il futuro, pertanto, sembra riservare un mercato sempre più digitalizzato e despecializzato, caratterizzato da una forte commistione tra settori diversi, in grado di incidere in modo significativo anche sul profilo della supervisione finanziaria, e sempre più aperto ad investitori non professionali e alle piccole-

²²BUSCH - VAN SETTEN, *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, in BUSCH - VAN SETTEN, *Alternative Investment Funds in Europe*, Oxford University Press, 2014, 1-122; ZETZSCHE, *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 3rd edition, Wolters Kluwer, 2020.

²³ LINCiano - SOCCORSO, *Le sfide dell'educazione finanziaria, La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace*, Quaderni di Finanza della Consob, 2017.

²⁴ Si v. a riguardo la proposta della Commissione, nota come *Listing Act*, posta in consultazione nel novembre 2021 (*Targeted consultation on the listing act: making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs*). Di rilievo il documento del gruppo TEGS del maggio 2021, "*Empowering EU Capital Markets for SMEs - Making listing cool again*" (disponibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/transparency/expert-groups-register/screen/home?lang=en>), cui *adde* il Rapporto di Oxera Consulting LLP, predisposto su richiesta della Commissione, *EU Primary and Secondary Equity Markets in the EU*, disponibile all'indirizzo seguente <https://www.oxera.com/insights/reports/primary-and-secondary-equity-markets-in-the-eu>.

medie imprese²⁵.

La supervisione dovrà, in tale contesto, sempre di più presidiare il perseguimento di nuovi obiettivi, ad esempio quelli della finanza sostenibile, e quello del “governo” della digitalizzazione, integrati nei *silos* tradizionali della regolazione Europea (le banche, il mercato dei capitali e le assicurazioni).

Filippo Annunziata

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università Bocconi di Milano*

²⁵ ARMOUR – BENGTZEN - ENRIQUES, *Investor Choice in Global Securities Markets*, in *Oxford Legal Studies Research Paper*, No. 60, 2017, disponibile al seguente indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3047734>.

**LE REGOLE DI SUPERVISIONE NEL MERCATO DIGITALE:
CONSIDERAZIONI INTORNO ALLA COMUNICAZIONE BANCA
D'ITALIA IN MATERIA DI TECNOLOGIE DECENTRALIZZATE
NELLA FINANZA E CRIPTO-ATTIVITÀ ***

(Supervisory rules in the digital market: notes on the Bank of Italy communication on distributed ledger technologies in finance and crypto assets)

ABSTRACT: *The Bank of Italy's Communication of 15 June 2022 on Distributed Ledger Technologies in finance and Crypto assets, is an opportunity to carry out some considerations on the aims of supervision of the digital market in this age. First, the principle of technological neutrality should be overcome. The Supervisory Authorities can recommend the most reliable technology on the market if necessary. Furthermore, co-regulation and co-compliance between firms and supervisors could be the best way to create rules embedded with technology and ensure enforcement.*

SOMMARIO: 1. Nuove tecnologie e approccio al rischio nel mercato digitale. - 2. Primo assioma: il superamento del principio di vigilanza per soggetti. - 3. Secondo assioma: il superamento del principio di neutralità tecnologica. - 4. Terzo assioma: la soluzione della co-regolazione e co-compliance. - 5. Quarto assioma: le regole incorporate nella tecnologia e la supervisione dei mercati digitali.

1. Con il mercato digitale¹ ci troviamo in presenza di un luogo di scambio nel

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

*Il presente contributo riproduce, con note di accompagnamento, l'intervento tenuto al convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", tenutosi ad Anacapri il 17 e 18 giugno 2022.

¹Commissione Europea, Strategia per il mercato unico digitale in Europa, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0192&from=IT>.

La Commissione Europea ha definito mercato unico digitale "un mercato in cui è garantita la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali e in cui, quale che sia la loro

quale le attività si spostano da una sede fisica ad una virtuale all'interno del quale operano soggetti ulteriori rispetto a quelli tradizionali e in cui le attività d'impresa vengono agevolate dall'utilizzo della tecnologia.

Si tratta di un'evoluzione così rapida che impone al giurista di adottare nuove lenti, sia per avere una visione d'insieme e comprendere le dinamiche delle nuove catene del valore sia per apprestare strumenti di tutela adeguati alla migliore protezione degli interessi meritevoli. In campo finanziario, il già significativo dibattito sul *Fintech*² ha messo in evidenza la centralità del ruolo delle Autorità di Vigilanza, chiamate sin da subito a regolare dal basso i mercati digitali e ad adottare tecniche di supervisione nuove ed efficaci³.

In questa sede, l'idea è di limitare l'analisi sulle regole di supervisione nel mercato digitale ad alcune suggestioni che potranno poi essere approfondite.

Sin d'ora, val la pena chiarire che la prospettiva da cui si muove è quella nota come di "approccio al rischio" come criterio per indirizzare l'attività di impresa e anche di supervisione. Il *Risk-based Approach*, basato sul concetto di gestione del rischio aziendale, nato per specifiche finalità di prevenzione di rischi d'impresa è, infatti, oggi appannaggio anche dei regolatori in quanto funzionale alla *compliance*⁴. Esso si fonda essenzialmente sull'istituzione di un quadro

cittadinanza o nazionalità o il luogo di residenza, persone e imprese non incontrano ostacoli all'accesso e all'esercizio delle attività online in condizioni di concorrenza leale e potendo contare su un livello elevato di protezione dei consumatori e dei dati personali".

²La letteratura è amplissima, mi permetto di rinviare per un'idea di massima a ARNER, BUCKLEY e BARBERIS, *A FinTech and RegTech Overview: Where We Have Come from and Where We Are Going*, in *Idd.* (a cura di), *The RegTech Book*, Chichester, 2019.

³ RABITTI e SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione*, a cura di Pajno, Donati, Perrucci, vol. III, Astrid, 2022, pp. 451-465.

⁴A partire dalla pubblicazione della Strategia per il mercato unico digitale in Europa, le istituzioni dell'Unione hanno, infatti, fatto un ricorso sempre maggiore allo strumento del rischio per incentivare una maggiore assunzione di responsabilità (*accountability*) da parte degli attori, pubblici e privati, per i potenziali effetti collaterali legati all'utilizzo di tali tecnologie e al processamento di dati personali. La modalità più tipica del *risk-based approach*, caratterizzante per esempio il GDPR, prevede che la valutazione del rischio e l'individuazione delle misure di mitigazione adeguate siano condotte direttamente dai soggetti destinatari della regolazione. Nel caso dell'AI Act, tuttavia, la

normativo in cui obblighi e doveri vengono graduati e adattati al concreto *rischio* connesso alle attività poste in essere e persegue un obiettivo di prevenzione.

La consapevolezza che *l'enforcement* successivo sia meno efficace di quello preventivo è, peraltro, ormai diffusa in tutto il diritto delle imprese e la via della prevenzione diviene l'unica percorribile per i mercati digitali, in cui operano le piattaforme senza vincoli di giurisdizione e che coinvolge spesso terze parti che concorrono a fornire il servizio ampliando il numero di soggetti responsabili.

L'approccio basato sul rischio è seguito dal legislatore europeo, sebbene in maniera non sempre uguale, sia in normative di carattere orizzontale – ad esempio il GDPR o la proposta di Regolamento sull'Intelligenza artificiale– sia di carattere verticale – ad esempio il Pacchetto sulla Finanza digitale del 2020.

Il rischio, peraltro, è un concetto che si riempie di contenuto diverso a seconda dell'interesse protetto dalla norma, dalle scelte di *policy* legislativa, del contesto in cui esso assume rilievo: dunque la prospettiva è funzionale alla tutela degli interessi in gioco. Il parametro di valutazione, inoltre, non è sempre lo stesso, potendo il rischio pregiudicare interessi economici o diritti delle persone.

Ne consegue che non solo le imprese, ma anche le autorità di vigilanza assumono il criterio *risk based approach* come guida dell'attività.

In questa prospettiva, la Banca d'Italia ha pubblicato recentemente la Comunicazione del 15 giugno 2022 in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività⁵ in cui si afferma, tra l'altro, che: *“l'utilizzo di tecnologie decentralizzate nella finanza presenta le stesse tipologie dei rischi della finanza tradizionale (credito, mercato, operativo, cibernetico, liquidità, etc.) accrescendone però la rilevanza sulla stabilità finanziaria, derivante ad esempio: i) dal rischio*

prospettiva sembra essere inversa, con l'adozione di una prospettiva *top-down* alla *risk-based regulation*.

⁵In <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-cripto.pdf>.

operativo all'interno di un ecosistema decentralizzato; ii) dai rischi sugli elementi di vulnerabilità non del tutto esplorati della DLT circa la continuità del servizio; iii) dal rischio cibernetico e di frodi legato alla presenza di più soggetti non regolati ed autonomi; iv) dalla presenza di strumenti e paradigmi tecnologici non puntualmente disciplinati; v) dall'assenza, per i nuovi sistemi, di standard di settore di riferimento e vi) dalla dimensione transazionale del fenomeno, che rende difficile regolarne l'influenza a livello di singole giurisdizioni".

Alla luce di queste puntualizzazioni è possibile distinguere i rischi richiamati in due macrocategorie:

(a) i *rischi del mercato digitale*⁶, che sono propri della finanza decentralizzata e che dipendono dalle caratteristiche del mercato e dall'assenza di una regolamentazione adeguata: un esempio recente su come l'assenza di un quadro normativo e di supervisione in materia di DE-FI possa portare a fallimenti del mercato sono state le vicende della criptovaluta algoritmica terra-luna⁷;

(b) i *rischi tecnologici*, che riguardano idealmente tutti quei rischi e quelle criticità insiti nell'utilizzo stesso delle nuove tecnologie; possiamo a tal proposito annoverare il rischio di dipendenza da terze parti nonché rischi infrastrutturali e di *cyber security*. Questi rischi, se non accuratamente gestiti, possono tradursi in rischi sistemici: basti solo pensare ai pregiudizi per gli utenti che l'inadeguata custodia delle chiavi crittografiche dei *wallets* (tramite cui conservare e trasferire i *crypto-assets*) può comportare⁸.

⁶In tale ambito possiamo ricomprendere tutte quelle criticità che sono conseguenza delle caratteristiche del nuovo mercato (la presenza di nuovi intermediari non regolamentati, la decentralizzazione, l'impossibilità di applicare analogicamente la legislazione vigente a determinati fenomeni).

⁷La suddetta criptovaluta, nel mese di maggio, ha visto azzerare il suo valore; si stima che il crack abbia mandato in fumo, quaranta miliardi di dollari, in <https://www.ilsole24ore.com/art/cripto-settimana-incubo-arriva-crack-token-luna-AEXtpiYB>.

⁸SIANI, *La regolamentazione delle nuove tecnologie basate sulla Distributed ledger technology – DLT, tra tutela del mercato e rischi di sistema*, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2022/SIANI_3_maggio_2022.pdf.

Il governo dell'uno e dell'altro tipo di rischio è la priorità da perseguire per assicurare una disciplina adeguata alla migliore protezione degli interessi in gioco senza tuttavia pregiudicare l'innovazione tecnologica.

Alla luce di questa premessa, sembra possibile fissare alcuni assiomi che si reggono sull'idea che la gestione del rischio d'impresa deve muovere il mercato e le autorità in modo da bilanciare innovazione e sicurezza.

2. Si assiste al superamento dell'idea che la vigilanza per soggetti sia, in via di principio, la più funzionale agli interessi da proteggere⁹.

Già sul piano normativo, un approccio differente focalizzato sull'attività o sul prodotto e non sui soggetti è oggi largamente seguito nella legislazione europea: con riferimento al mercato digitale si può, ad esempio, avere riguardo a discipline sia di carattere orizzontale (AI Act) sia verticali (Pacchetto sulla Finanza digitale) in cui l'attenzione del legislatore è rivolta al modo in cui si svolge l'attività o il servizio, non al soggetto che le effettua.

La Proposta sull'intelligenza artificiale, strutturata anch'essa su di un approccio *risk based*¹⁰, intende garantire che i sistemi, basati sull'intelligenza artificiale, all'interno dell'UE, rispettino elevati standard di sicurezza ed affidabilità e non ledano i diritti fondamentali delle persone. Se invece guardiamo al di fuori del mercato digitale, possiamo prendere ad esempio il GDPR, il quale adotta anch'esso un sistema di regole fondato sull'utilizzo dei dati che ha carattere

⁹ Da tempo si è manifestata in dottrina una certa insoddisfazione per regole basate solo su questo aspetto che hanno portato a *overlapping* di norme in alcuni casi e a *gap* evidenti in altri: si pensi alla disciplina dei PRIIPS e, più in generale, alla disciplina sulla trasparenza che ha indotto a superare la visione per silos verticali a favore di regole transettoriali.

¹⁰ Vengono previsti quattro livelli di tutela, a seconda della minaccia che i sistemi di IA possano arrecare alla sicurezza, alla salute ed ai diritti fondamentali dei cittadini.

EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down harmonised rules on artificial intelligence (artificial intelligence act) and amending certain union legislative acts*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELLAR%3Ae0649735-a372-11eb-9585-01aa75ed71a1>.

orizzontale e che si basa sul criterio del rischio¹¹.

Ciò non significa, tuttavia, che una regolamentazione “per soggetti” non abbia più ragione d’essere. Lo dimostra, ad esempio, la normativa sulle attività delle piattaforme digitali¹² le quali, per l’eterogeneità della fisionomia che possono assumere in concreto, rendono difficile adottare una disciplina unitaria che regoli il fenomeno. Solo le piattaforme più significative (c.d. GAFA) hanno trovato una prima risposta normativa, con il *Digital Market Act* e con il *Digital Service Act*, basata principalmente sull’effetto che le stesse producono sulle regole di concorrenza (motivo per il quale sono definite come *gatekeepers*).

Le norme introdotte creano nuove macrocategorie, cui corrispondono regole diverse quanto a vincoli, controlli, sanzioni, cosicché gli operatori abbiano piena consapevolezza dei vincoli che devono rispettare¹³. Si impongono nuovi obblighi a carico di alcuni operatori del mercato, nuove regole di protezione dei consumatori e si attribuiscono poteri specifici delle autorità di vigilanza¹⁴.

¹¹Mentre il GDPR punta per l’*enforcement* sul principio dell’*accountability* che attribuisce il compito di gestire il rischio d’impresa alla stessa impresa; la proposta su IA, senza distinzioni per tipologie di operatori, prevede un sistema di regole più complesso che vieta alcuni sistemi in quanto valutati come troppo rischiosi e introduce regole di *compliance* rigorose per i sistemi ad alto rischio e regole meno stringenti per tutti gli altri.

¹²Manca una definizione puntuale perché l’espressione “piattaforme digitali” viene riferita a una moltitudine di fenomeni diversi ma che sono tutti contraddistinti dalla capacità di processare dati e dall’uso di algoritmi. Una possibile, e condivisibile, definizione è stata data dal Vice Direttore Generale della Banca d’Italia CIPOLLONE, alla *Conference on Digital Platforms and Global Law*, che ha definito le piattaforme digitali un “*network, un meccanismo federato e cooperativo in cui tutti gli operatori coinvolti possono estrarre valore dalla disponibilità delle informazioni a loro disposizione*”, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/CIPOLLONE_29_aprile_2022.pdf.

¹³BASSAN, *DSA, L’UE ha le carte in regola. Per Ora*, in <https://formiche.net/2022/04/dsa-ue-digitale/>.

¹⁴Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/ce, art. 27 “*Le piattaforme online di dimensioni molto grandi adottano misure di attenuazione ragionevoli, proporzionate ed efficaci, adattate ai rischi sistemici specifici individuati a norma dell’articolo 26 [...]*”, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0825&from=en>.

Più nello specifico, il Digital Service Act introduce una legislazione *ex ante* per le piattaforme con più di 45 milioni di utenti, i *gatekeepers*; quest’ultimi dovranno adottare strumenti adeguati al fine di

Tuttavia, quel che induce a non considerare funzionale alla tutela questo approccio normativo e di vigilanza è il profilo *dell'enforcement*.

La difficoltà di ancorare le piattaforme a criteri territoriali per legittimare l'intervento delle autorità, oltre alla capacità delle piattaforme più importanti di imporre direttamente le regole al mercato sottraendosi, con la forza dell'autorità privata, alle regole eteronome¹⁵, determina una crisi del metodo di vigilanza. Appare evidente dunque già nei presupposti che il Digital Market Act e il Digital Service Act potrebbero fallire nei loro obiettivi, in quanto *unenforceable*.

Guardando al Pacchetto sulla Finanza Digitale del 2020, l'impressione è che il legislatore europeo abbia aperto la strada al superamento o, quantomeno, alla combinazione della disciplina per soggetti con quella per attività¹⁶, adottando un approccio al rischio connesso al tipo di tecnologia considerata: intelligenza artificiale e *blockchain* in primo luogo, cui deve corrispondere una vigilanza in grado di assicurare *l'enforcement* alle regole giuridiche.

A questo proposito, come è stato sostenuto, «le sfide principali risiedono nell'identificazione del confine del perimetro regolamentare e nel come preservare la necessaria chiarezza sui profili di governance (chi è responsabile di che cosa, e come) in un mondo potenzialmente "atomistico". L'innovazione mette infatti in discussione paradigmi di business, di supervisione e regolamentari, consolidati da decenni, come quello della vigilanza per soggetti»¹⁷.

prevenire i contenuti illeciti e di rendere conoscibile il modo in cui le informazioni vengono veicolate.

¹⁵In merito, cfr. BASSAN, *Digital Platforms and Global Law*, Edward Elgar Publishing, 2021.

¹⁶A ben vedere, dunque, l'una e l'altra tecnica di regolamentazione hanno in via di principio ragione di esistere in considerazione delle finalità di tutela che la giustificano: il principio di proporzionalità delle regole è ad esempio alla base delle discipline che mantengono il fuoco sul soggetto, così come obiettivi di salvaguardia di concorrenza possono anch'essi essere alla base della tecnica normativa adottata che abbia come perno la natura e dimensione dell'ente vigilato. Ciò che però occorre considerare è se questo assetto di regole si combina con la capacità del sistema di farle rispettare.

¹⁷SIANI, *La regolamentazione delle nuove tecnologie basate sulla Distributed ledger technology – DLT, tra tutela del mercato e rischi di sistema*, cit.

3. Andrebbe ripensato, in quanto non più coerente con l'attuale fase dello sviluppo tecnologico, anche il principio di neutralità tecnologica, che stabilisce che non è giusto scommettere su una sola tecnologia ma, al contrario, è meglio prevedere un approccio flessibile alle diverse tecnologie a disposizione, senza che una prevalga necessariamente sulle altre.

Andrebbe criticata soprattutto il corollario che ne consegue secondo cui i *policy maker* non dovrebbero favorire l'impiego di un tipo particolare di tecnologia rispetto ad un'altra, altrimenti la regolazione non sarebbe più neutrale con potenziale pregiudizio della concorrenza.

Raggiungere condizioni di parità per i partecipanti al mercato è certamente un obiettivo fondamentale per le autorità, ma non è l'unico, e esso deve essere bilanciato con la possibilità di salvaguardare altri interessi del sistema come, ad esempio, quello dell'efficienza della tecnologia e della sicurezza informatica che non possono essere davvero garantiti in assenza di regole.

Sebbene richiamato da tutte le ultime proposte legislative europee, tra cui, ad esempio, il *DLT Pilot Act*¹⁸, nonché delle recentissime Raccomandazioni OCSE sulla blockchain¹⁹ del giugno 2022, il principio della neutralità tecnologica è peraltro da tempo revocato in dubbio dalla dottrina²⁰, che ne sottolinea il

¹⁸Il *DLT Pilot ACT* (proposta di regolamento COM, 2020/594) introduce un regime pilota di sperimentazione volto a consentire alle infrastrutture di mercato (sedi di negoziazione o depositari centrali di titoli), che abbiano ad oggetto valori mobiliari DLT (*DLT transferable securities*), di operare in deroga alla disciplina vigente applicabile alle infrastrutture di mercato attraverso una temporanea esenzione da alcuni requisiti specifici previsti dalla legislazione stessa.

¹⁹OECD, *Recommendation of the Council on Blockchain and other DLT*, <https://www.oecd.org/mcm/Recommendation-on-Blockchain-and-other-Distributed-LedgerTechnologies.pdf>.

²⁰Il principio di neutralità tecnologica seppur appaia particolarmente "rassicurante", in quanto teoricamente capace di garantire pari condizioni di mercato non è agevolmente realizzabile; è infatti complesso disegnare norme che davvero lo «promuovano» e che consentano di monitorarlo. Lo hanno messo in dubbio in tanti, a partire da RABITTI, *SCIARRONE ALIBRANDI, I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, (a cura di Capriglione), Padova 2019, pp. 711 ss.; a ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle crypto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della*

carattere declamatorio contraddetto da regole operative, ed è anche smentito dallo stesso legislatore (come, ad esempio, sembra evincersi dal divieto, espresso dal Parlamento Europeo, di vendita delle auto con motori termici a partire dal 2035²¹).

Esso rischia, nella sua concreta attuazione, di essere l'ultimo baluardo dell'idea che per sviluppare il mercato digitale non ci voglia nessuna regola sulla tecnologia.

In un certo senso si potrebbe ritenere che esso sia stato sconfessato anche da chi a livello declamatorio lo afferma, come la Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale che, vietando espressamente alcuni sistemi di intelligenza artificiale, in sostanza non si dimostra realmente neutrale sulle tecnologie e sull'uso che di esse è possibile farne.

Un corollario criticabile anch'esso di questo principio è, come si diceva, il divieto per le autorità di vigilanza di preferire una tecnologia rispetto a un'altra²². Anche a questo riguardo, non si può infatti continuare a sostenere, alla luce delle nuove tecnologie emergenti, che l'attività di supervisione debba essere condotta senza distinguere le soluzioni efficienti e inefficienti²³.

Commissione UE, in <https://www.dirittobancario.it/art/verso-una-disciplina-europea-delle-cripto-attivita-riflessioni-margine-recente-proposta-commissione/>, Ottobre 2020; a MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2/2018.

²¹In <https://www.ilsole24ore.com/art/salta-riforma-mercato-ue-emissioni-gas-serra-attesa-voto-auto-AEOFiYeB>.

²²Per garantire un adeguato funzionamento del mercato e, più in generale, per tutelare l'interesse pubblico, le autorità pubbliche devono talvolta trattare i diversi attori in modo diverso, anche se ciò incide sulla loro posizione concorrenziale relativa. Infatti, i rischi generati da soggetti diversi che svolgono un'attività simile non sono necessariamente gli stessi. Ad esempio, diverse imprese che eseguono la sottoscrizione del credito generano rischi diversi per il sistema finanziario; ciò dipende dal fatto che la loro attività sia finanziata dalle proprie risorse, dalla leva di mercato o dai depositi prelevati dal pubblico. Di conseguenza, diversi soggetti con diverse opzioni di finanziamento potrebbero dover essere soggetti a norme diverse al fine di affrontare adeguatamente i rischi specifici che generano e, quindi, salvaguardare la stabilità finanziaria.

²³ MICALI, *Blockchain 4.0*, Relazione al convegno *Unidroit – Roma Tre*, dal titolo *Conference on Digital Platforms and Global Law*, Roma, 29 aprile 2022.

Oggi al centro dell'innovazione tecnologica ci sono le *DLT/blockchain*. Esistono buone *blockchain* e cattive *blockchain* e il criterio distintivo è dato dalle caratteristiche intrinseche della tecnologia adottata (ad esempio, il livello di sostenibilità dal punto di vista ambientale, sicurezza tecnologica; scalabilità) che deve essere idonee a garantire il rispetto dei principi e delle regole giuridiche poste a tutela degli interessi del mercato.

Tuttavia, se non si può arrivare ad imporre per via legislativa una tecnologia piuttosto che un'altra –posta peraltro la sempre più rapida evoluzione delle soluzioni tecnologiche – è legittimo affermare che se una tecnologia specifica riesce, meglio di altre, a garantire il rispetto della normativa o a porsi in linea con gli standard normativi essa possa essere raccomandata o preferita dalle Autorità di Vigilanza. Basti pensare a come le blockchain di ultima generazione siano di gran lunga più sicure, efficienti ed ecosostenibili rispetto alle precedenti nate con bitcoins.

Il superamento della neutralità tecnologica è, dunque, fisiologico e significa legittimare *alcune* tecnologie rispetto ad altre e per l'effetto alcuni prodotti e servizi in ragione della tutela degli interessi in gioco.

Le Autorità di Vigilanza possono anticipare le tutele muovendosi alla stessa velocità del mercato e, da questo angolo visuale, possono diventare *driver* dell'innovazione tecnologica così da guidare il mercato verso l'adozione di soluzioni tecnologiche efficienti e sicure. È necessario infatti monitorare con attenzione l'interazione tra il modello di intermediazione tradizionale e quello decentralizzato, favorendo soluzioni tecnologiche robuste e sostenibili.

La strada migliore sembra, dunque, essere quella intrapresa dalle autorità di vigilanza, tra cui la Banca d'Italia che si è impegnata ad individuare alcune caratteristiche che le tecnologie devono avere per assicurare il raggiungimento degli obiettivi normativi. Chiarissimo in questa direzione il contenuto della

comunicazione del 15 giugno 2022 della Banca d'Italia, in cui si afferma che: «*in linea di principio, le DLT possono recare benefici per gli utilizzatori, connessi con miglioramenti dell'efficienza nell'offerta di servizi finanziari, ampliamento degli orari di operatività dei sistemi, riduzione dei costi e dei tempi per le transazioni transfrontaliere, accrescimento della velocità nei trasferimenti di attività finanziarie e avanzamento della frontiera tecnologica, anche grazie a un rafforzamento della concorrenza. Affinché ciò avvenga le DLT devono avere le caratteristiche delle tecnologie più mature, ovvero essere affidabili nella continuità del servizio e, in generale, resilienti agli attacchi informatici, scalabili (quindi in grado di adeguare la capacità di registrare un numero crescente di operazioni senza un deterioramento significativo dei tempi e della qualità del servizio), efficienti dal punto di vista economico e ambientale (in particolare, capaci di supportare a costi modesti e sostenibili sotto il profilo ambientale un volume elevato di operazioni), avere una governance robusta e identificabile*».

4. La via per assicurare un sano sviluppo del FinTech potrebbe essere quella della di promuovere la co-regolazione tra le imprese e le autorità di vigilanza e anche forme di co-compliance in chiave *RegTech*, cioè prevedendo l'intervento dell'autorità di vigilanza al momento della creazione del prodotto per definire con il mercato anche i modi per rispettare le regole.

La necessità di procedere ad una co-regolazione tra operatori ed autorità di settore viene affermata prima di tutto a livello europeo: i considerando 67 e 68 del *Data Service Act* nei quali, espressamente, si parla dell'opportunità che la Commissione Europea incoraggi l'adozione di codici di auto-condotta, la cui attuazione dovrebbe essere soggetta a controllo pubblico, elaborati in una ottica di

co-regolamentazione ed autoregolamentazione²⁴ ne sono un esempio.

Il processo di co-regolazione, ove correttamente impostato, potrebbe dare spazio a un ambito di cooperazione sinergica e di dialogo costante tra Autorità Pubblica e soggetti privati, che permetterebbe di identificare e condividere *benchmark* tecnologici volti a costituire la garanzia di un'innovazione tecnologica robusta e sana²⁵.

Le autorità finanziarie europee e nazionali hanno mostrato essere consapevoli di questa opportunità e della opportunità di avere un ruolo proattivo nell'orientare le trasformazioni in corso, facilitando la transizione digitale dell'industria finanziaria tramite l'elaborazione di regole "su misura" che siano in grado di garantire la stabilità e la sicurezza del sistema senza ostacolarne le trasformazioni tecnologiche e organizzative²⁶.

In questa prospettiva, si è avviato un processo volto all'elaborazione di *standard* condivisi tra gli operatori del settore e le autorità mediante un processo dialogico che, oltre a stabilire limiti e obblighi, permetta di semplificare, quando possibile, le regole di *compliance* oggi esistenti, nonché di applicarle secondo un principio di proporzionalità.

²⁴La Commissione e il comitato dovrebbero incoraggiare l'elaborazione di codici di condotta per contribuire all'applicazione del presente regolamento. L'attuazione dei codici di condotta dovrebbe essere misurabile e soggetta a controllo pubblico; tuttavia, ciò non dovrebbe pregiudicare il carattere volontario di tali codici e la libertà delle parti interessate di decidere se aderirvi. In determinate circostanze è importante che le piattaforme online di dimensioni molto grandi cooperino all'elaborazione di specifici codici di condotta e vi aderiscano. Il presente regolamento non osta a che altri prestatori di servizi, attenendosi agli stessi codici di condotta, aderiscano alle stesse norme in materia di dovere di diligenza, adottino le migliori pratiche e traggano beneficio dagli orientamenti emanati dalla Commissione e dal comitato.

È opportuno che per i suddetti codici di condotta il presente regolamento individui determinati ambiti da prendere in considerazione. In particolare, è opportuno valutare, mediante accordi di autoregolamentazione e di coregolamentazione, misure di attenuazione dei rischi riguardanti specifici tipi di contenuti *illegal*.

²⁵ In questo senso, ora, vedi espressamente CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, fasc. III, pp. 606 s.

²⁶ PERAZZELLI, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?*, in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2021/PERRAZZELLI-4-maggio-2021.pdf>.

Va peraltro osservato come non necessariamente la tecnologia migliore sia quella che assicura al massimo la *compliance* alla normativa esistente, perché la tecnologia può modificare le esigenze di tutela e, di conseguenza, rendere necessario rivisitare la disciplina vigente.

Ad esempio, vi è già un ampio dibattito su come i rischi tecnologici possano cambiare i doveri del CdA²⁷ o riflettersi sulle regole di organizzazione degli intermediari, così come, sempre a titolo esemplificativo, l'utilizzo di *blockchain* per svolgere attività di finanziamento potrebbe rendere superflue alcune regole oggi previste in materia di trasparenza (dal momento che la blockchain assicura la certezza e disponibilità delle informazioni presenti on chain) e invece richiedere nuove tutele legate a possibili rischi di attacchi informatici.

Quanto si è fin qui detto dimostra che, sebbene l'Europa spinga verso una rapida regolamentazione del *Fintech*, la difficoltà che si incontra nel disciplinare fenomeni in così rapida evoluzione e così complessi rende opportuno, anche dal punto di vista regolatorio, adottare un approccio più flessibile, in cui mercato e autorità di vigilanza cooperino in vista di una prima e più efficiente risposta ai problemi e alle esigenze di tutela che la trasformazione digitale comporta, attraverso l'introduzione di standard e linee guida che contemperino innovazione e sicurezza dando attuazione ai principi dettati negli atti europei.

Le *sandbox regolamentari* sono in linea con questa lettura: il Milano HUB²⁸, ad esempio, è stato pensato come un luogo dove sostenere l'evoluzione del mercato digitale e permettere il confronto tra le autorità di vigilanza, il mondo accademico e gli operatori del mercato in modo da cooperare al fine di individuare

²⁷ PICCIAU, *Gli algoritmi e il ruolo del consiglio di amministrazione: un nuovo equilibrio tra compiti strategici, gestori e di controllo*, in <https://www.economia.unimore.it/site/home/ricerca/seminari-algoritmi-e-diritto-dellimpresa/articolo890059054.html>.

²⁸ È il centro di innovazione creato dalla Banca d'Italia nel quale l'Autorità fornisce il proprio sostegno allo sviluppo di progetti innovativi che vedono coinvolti operatori di mercato, istituzioni private e pubbliche e accademia.

i rischi delle nuove tecnologie e gli strumenti più adeguati per contenerli²⁹.

Va tuttavia notato come lo strumento del *sandbox* non appare ugualmente efficace nei confronti di tutta la tecnologia: se da un lato tecnologie come la DLT/blockchain si prestano più facilmente a una “regolazione partecipata”³⁰, che veda protagonisti mercato e autorità nella sperimentazione tecnologica e che porti a creare nuovi servizi o prodotti già in qualche misura “validati” in via preventiva dall’Autorità di vigilanza; dall’altro lato, esistono tecnologie che per le loro caratteristiche intrinseche non sono, allo stato attuale, altrettanto governabili.

I sistemi di AI con *machine learning*, - che permette alla macchina di adattarsi in maniera indipendente a nuovi set di dati, che si aggiungono a quelli iniziali, per cui la stessa impara dal gran numero di dati che vengono immessi nel sistema per suggerire nuove soluzioni - sono, ad esempio, difficilmente valutabili come idonei *ex ante* dall’autorità di settore, dal momento che essi sono destinati a modificare il proprio comportamento alla luce dei dati che incontrano e per raggiungere l’obiettivo per cui è stata programmata, con esiti non sempre prevedibili, specie in caso di *bias*.

5. Le regole devono essere *embedded* nella tecnologia e la supervisione su di esse deve essere preventiva e non successiva, altrimenti si corre il rischio che non ci sia un *enforcement* effettivo.

La tecnologia ha permesso di creare prodotti e servizi talmente innovativi che difficilmente possono essere assoggettati alla normativa esistente né è sempre agevole riuscire ad applicare le categorie giuridiche del mondo analogico a sistemi digitali basati su codici non crittografici non necessariamente conformi all’attuale

²⁹ VISCO, *Intervento di chiusura del Webinar su “La transizione digitale nel credito”*, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_22-aprile-2021.pdf.

³⁰BASSAN, *Digital Platforms and Blockchains: the Age of Participated Regulation*, in corso di pubblicazione.

normativa civilistica³¹.

Ne deriva pertanto la necessità di far sì che il diritto non inseguia la tecnologia (attività questa che sarebbe molto difficile se non impossibile da compiere) ma che si coniughi *Tech e Law*. Ecco allora che la prospettiva da cui guardare all'attività e ai rischi si sposta: le regole nascono dal mercato e per essere garantito il loro rispetto devono, sin dall'inizio, essere in linea con gli obiettivi legislativi e valutate *ex ante* come idonee dalle autorità di vigilanza.

È questo un processo che consente anche *l'enforcement*: la regola deve nascere incorporata nella tecnologia poiché se ciò non accadesse non vi è alcun modo di garantire *ex post* il rispetto delle regole.

Questa necessità è stata evidenziata anche nella già citata comunicazione di Banca d'Italia in materia di *DLT/blockchain* secondo cui: *“regole, diritti e doveri sono iscritti all'interno di protocolli e programmi – predisposti e resi liberamente disponibili sull'infrastruttura da utilizzatori della stessa, anche residenti in diverse giurisdizioni – rendendo difficile identificare un soggetto o entità centrale cui riferire le responsabilità di governance, e quindi il foro competente e la legge applicabile, in particolare nelle dlt permissionless”*.

Per realizzare tale obiettivo vanno creati elevati *standards* e *good practices* che possano indirizzare il mercato, dare fiducia agli utenti e favorire una innovazione tecnologica responsabile ed efficiente.

Verso tale strada è orientata la Banca d'Italia, il cui vicedirettore generale Piero Cipollone, ha avuto modo di osservare in un convegno dell'aprile scorso sulle piattaforme digitali organizzato dall'Unidroit e dall'Università di Roma Tre³² come, la *“definizione di standard e prassi sviluppati secondo una logica di collaborazione pubblico – privato può essere funzionale ad alimentare una regolazione soft per*

³¹CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, cit.

³²CIPOLLONE, *Conference on Digital Platforms and Global Law*, in https://www.bancaitalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir2022/CIPOLLONE_29_aprile_2022.pdf

principi che potrebbe garantire un sufficiente grado di aderenza rispetto a una frontiera tecnologica in continuo movimento”.

Una riprova di tale convinzione dell’Autorità si rinviene anche in a proposito di *blockchain* e cripto attività, nella comunicazione più volte richiamata, in cui la Banca d’Italia si è riservata di: *“intervenire con indicazioni aventi anche natura prescrittiva per contribuire a garantire uno sviluppo dei servizi basati su tecnologie decentralizzate sicuro, efficiente, inclusivo, sostenibile”.*

In conclusione, posta l’applicazione dei precedenti assiomi viene facile portare il ragionamento oltre, fino ad immaginare che in un futuro, forse non troppo lontano, saranno le *Authorities* a partecipare all’infrastruttura tecnologica del mercato digitale divenendo esse stesse, ad esempio, nodi della *blockchain* o oracoli nell’ambito degli *smart contracts*.

Si attuerebbe così in pieno la rivoluzione Fintech, che vede nuovi operatori e nuovi prodotti (Fintech in senso stretto), nuove tecniche di compliance partecipata (Regtech) e di supervisione (SupTech)³³.

³³ Rinvio a quanto ho osservato nel capitolo dal titolo *RegTech e SupTech*, in *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione*, cit., pp. 454, in cui osservo che: “il rapporto tra *Fintech*, *Regtech* e *SupTech* si chiarisce meglio se si guarda all’iniziativa di chi agisce: se l’impresa si avvale di tecnologia per creare *business*, siamo al cospetto di *Fin-tech* in senso stretto; se l’impresa ricorre alla tecnologia per assicurare il rispetto degli obblighi normativi in maniera più efficiente ed efficace rispetto alle capacità attuali si parla di *Reg-tech*; infine, se alla tecnologia ricorrono le Autorità di regolazione e di vigilanza per assolvere i propri compiti si ha *Sup-tech*. Questa classificazione è funzionale all’uso che si fa della tecnologia applicata alla finanza: *business*, *compliance*, *supervision*. Concentrando l’attenzione sul *Reg-tech* – che riguarda dunque le soluzioni tecnologiche utilizzabili per rendere più efficienti i processi di monitoraggio, *reporting* e *compliance* nei servizi finanziari³³ -- nella letteratura internazionale più recente - proprio guardando all’iniziativa di parte - si propone in dottrina (COLAERT *RegTech as a Response to Regulatory Expansion in the Financial Sector*, June 2018, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2677116> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2677116>), una classificazione tripartita del fenomeno che ci permette di distinguere tra tre sub-categorie di *RegTech*, andando così ben oltre la generica definizione richiamata. Si distingue cioè tra: (i) *Compliance-RegTech*: che si ha quando gli intermediari finanziari sviluppano e acquisiscono tecnologie per rendere più efficiente la compliance; (ii) *Sup-RegTech*: quando l’Autorità di Vigilanza impone l’uso di una determinata tecnologia per facilitare la *compliance*, la vigilanza e l’*enforcement*; (iii) *Reg-RegTech*: che permette di tradurre le regole direttamente in *machine readable language* (*Code is the Law*): gli obblighi di *compliance* non sono più formulati con linguaggio giuridico ma scritti con codici informatici o comunque con linguaggio

Perché ciò sia concretamente possibile occorre tuttavia che il percorso avviato e il processo di definizione di regole e standard sia maggiormente consolidato, altrimenti vi è il rischio di attribuire nuove e forse eccessive responsabilità alle Autorità di Vigilanza.

Maddalena Rabitti

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università di Roma Tre

leggibili dall'informatica. Il pregio di questa proposta articolata sul piano definitorio è duplice: da un lato, essa consente di circoscrivere meglio l'ambito applicativo del *RegTech* cogliendone le molteplici declinazioni; dall'altro lato, evidenzia il legame stretto che intercorre tra *RegTech* e *SupTech*.

COMUNICAZIONI

ANTIRICICLAGGIO “FRA PARI”: PROFILI CRITICI DEL KNOW YOUR CUSTOMER NEI RAPPORTI INTERBANCARI*

*(“Peer” Anti-Money Laundering: Know Your Customer Critical Issues
in Interbank Relationships)*

ABSTRACT: *International payments are cleared and settled mainly through correspondent banks. Correspondent banking is essential to international finance and commerce. It has become more concentrated, negatively affecting market integrity, financial inclusion and economic prosperity. Typically, a correspondent bank has only limited information about the respondent bank’s customers and the nature of their transactions. Unclear regulatory expectations are particularly relevant in the case of requirements on correspondent banks’ knowledge of their respondent banks’ customers – the so-called Know Your Customer’s Customer (KYCC). This lack of clarity may create incentives to accelerate de-risking. The 2021 EU AML Package could provide an opportunity to address this regulatory issue. The analysis focuses on the current framework, suggesting possible changes to the proposed AML regulation under discussion.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. L’ambito di applicazione oggettivo della regolamentazione: i servizi rilevanti. – 3. L’ambito di applicazione soggettivo: le controparti “interbancarie”. - 4. Gli obblighi di adeguata verifica nelle relazioni di corrispondenza transfrontaliere. Questioni generali. – 5. Cenni telegrafici sulla disciplina vigente in materia di obblighi di adeguata verifica nelle relazioni di corrispondenza con altri intermediari bancari e finanziari – 5.1. Le regole nelle relazioni con intermediari rispondenti insediati in Stati UE/SEE. – 5.2. Le regole nelle relazioni con intermediari rispondenti insediati in paesi terzi. – 5.3. Le regole nelle relazioni con intermediari rispondenti insediati in paesi terzi ad alto rischio. - 6. Considerazioni conclusive e *de jure condendo*.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

1. Un rapporto di corrispondenza bancario può essere definito, in termini generali, come «un accordo in base al quale una banca (corrispondente) detiene depositi di proprietà di altre banche (rispondenti) e fornisce servizi di pagamento e altri servizi a tali banche rispondenti»¹. In occasione di un’indagine di mercato la Banca Centrale Europea ha utilizzato una definizione simile, che fa riferimento a «accordi o rapporti contrattuali tra banche per fornirsi reciprocamente servizi di pagamento»². Il Gruppo Wolfsberg – associazione di numerose banche globali che ha lo scopo di fornire indicazioni e linee guida per la gestione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo - fornisce una definizione più dettagliata, secondo la quale il rapporto di corrispondenza bancario «è la fornitura di un conto, generalmente corrente, e servizi correlati, a un altro istituto finanziario, comprese le affiliate, da utilizzarsi per l’esecuzione di pagamenti di terzi e finanziamento commerciale, nonché per il proprio regolamento di cassa, gestione della liquidità e prestiti a breve termine o esigenze di investimento in una valuta particolare»³.

Dal punto di vista tecnico, la banca corrispondente richiede l’apertura di conti da parte delle banche rispondenti nei libri delle banche corrispondenti e lo scambio di messaggi per regolare le transazioni accreditando e addebitando tali conti.

L’attività bancaria di corrispondenza può includere vari servizi, come trasferimenti di fondi internazionali, servizi di gestione della liquidità, compensazione di assegni, prestiti e lettere di credito o servizi di cambio.

Nella relazione di corrispondenza bancaria tradizionale una banca rispondente stipula un accordo con la banca corrispondente al fine di eseguire pagamenti per conto della banca rispondente e dei suoi clienti. Si noti che i clienti della banca rispondente non hanno accesso diretto al conto corrispondente, ma

¹ Cfr. CPMI, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, March 2003 (updated June 2015), in www.bis.org

² Cfr. ECB, *Ninth survey on correspondent banking in euro*, February 2015, in www.ecb.europa.eu

³ Cfr. THE WOLFSBERG GROUP, *Wolfsberg Anti-Money Laundering Principles for Correspondent Banking*, 2014, www.wolfsberg-principles.com

effettuano transazioni commerciali indirettamente.

Nella relazione di corrispondenza bancaria “*downstream*” o “*nested*” si stabilisce un rapporto di servizio fra una banca corrispondente, una banca rispondente principale (o diretta) e un certo numero di banche rispondenti. Queste ultime non hanno rapporti di conto diretto con la banca corrispondente, ma operano attraverso i loro rapporti con la banca rispondente diretta della banca corrispondente per eseguire transazioni e ottenere l’accesso ad altri servizi finanziari (ad es. una banca locale svolge attività di corrispondenza indirettamente tramite la capogruppo o il suo istituto centrale)⁴. Questa configurazione della relazione differisce da quella tradizionale poiché vi figura una banca addizionale (la banca rispondente principale o diretta) tra le banche rispondenti e la banca corrispondente.

I conti di passaggio, noti anche come conti “*pass-through*” o “*pass-by*”, sono simili ai conti di corrispondenza *downstream*, ma, in questo caso, la banca rispondente consente ai propri clienti di accedere direttamente al conto presso la banca corrispondente per eseguire operazioni nel proprio interesse, ad esempio traendo assegni su tale conto⁵.

Le relazioni di corrispondenza bancaria sono frequentemente reciproche, per cui ciascuna banca fornisce servizi all’altra, di solito in valute diverse. I rapporti di corrispondenza sono particolarmente importanti per le transazioni transfrontaliere, dato che la loro importanza per i pagamenti nazionali all’interno di un’unica giurisdizione, così come all’interno dell’area euro, è notevolmente diminuita grazie allo sviluppo delle infrastrutture del mercato finanziario. A livello transfrontaliero,

⁴ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines. Sound management of risks related to money laundering and financing of terrorism*, January 2014 (rev. July 2020), p. 27. Si parla in tal caso di “corrispondenti indiretti”.

⁵ In argomento cfr. COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES, *Correspondent banking*, July 2016, p. 11; R. COELHO, J. FISHMAN, A. HASSAN, R. VRBASKI, *Closing the loop: AML/CFT supervision of correspondent banking*, FSI Insights on policy implementation, n. 28, September 2020, p. 6

tuttavia, tali rapporti sono essenziali per i pagamenti dei clienti e per l’accesso delle stesse banche ai sistemi finanziari esteri per servizi e prodotti che potrebbero non essere disponibili nelle giurisdizioni delle banche stesse⁶: essi consentono alle banche di eseguire scambi, investimenti e pagamenti transfrontalieri senza mantenere una rete di filiali in altre giurisdizioni.

I rapporti di corrispondenza fra banche facilitano inoltre il commercio e gli investimenti transfrontalieri, collegando tra l’altro le economie dei mercati emergenti ai principali centri finanziari. Grazie ad essi il flusso delle rimesse e degli aiuti umanitari è reso più facile, e ciò consente di sostenere l’integrazione internazionale e l’inclusione finanziaria. In definitiva, i rapporti di corrispondenza ampliano l’accesso al sistema finanziario globale estendendo la portata della rete bancaria⁷.

Gli ultimi anni hanno però visto una forte contrazione del numero delle banche attive nei rapporti di corrispondenza transfrontalieri. Nell’ultimo decennio, in particolare, tali relazioni sono diminuite di circa un quinto⁸. A fronte di possibili economie di scala, ciò ha causato un allungamento delle catene di pagamento (anche sotto forma di relazioni *downstream*) e una crescente dipendenza da un minor numero di banche corrispondenti, influenzando sulla capacità di un paese o di una giurisdizione di inviare e ricevere pagamenti internazionali e favorendo la distrazione di alcuni flussi di pagamento nel settore non regolamentato, con

⁶ Cfr. COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES, *Correspondent banking*, July 2016, p. 9.

⁷ Cfr. R. COELHO, J. FISHMAN, A. HASSAN, R. VRBASKI, *Closing the loop*, cit., p. 6.

⁸ Cfr. da ultimo T. RICE, G. VON PETER, C. BOAR, *On the global retreat of correspondent banks*, BIS Quarterly Review, March 2020, p. 37 ss., nonché COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES, *Correspondent banking*, July 2016; COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES, *Cross-border retail payments*, February 2018; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report to the G20 on actions taken to assess and address the decline in correspondent banking*, 2015; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Correspondent banking data report*, 2017; FINANCIAL STABILITY BOARD, *FSB action plan to assess and address the decline in correspondent banking: progress report*, 2019; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Recent trends in correspondent banking relationships – further considerations*, Policy Papers, 2017; WORLD BANK, *The decline in access to correspondent banking services in emerging markets: trends, impacts and solutions*, 2018.

potenziali conseguenze negative per la stabilità finanziaria⁹.

È stato osservato che le ragioni della concentrazione sono variegata e complesse: vengono in rilievo problemi di redditività e cambiamenti nella strategia aziendale globale, innovazioni tecnologiche che consentono modalità diverse per eseguire pagamenti *cross-border* ma, soprattutto, incertezza normativa e preoccupazioni sui rischi di riciclaggio, finanziamento del terrorismo e proliferazione delle armi di distruzione di massa¹⁰.

Con riferimento ai rischi di conformità regolamentare, la comunità internazionale vede con preoccupazione la pratica del *de-risking*, ossia la tendenza degli istituti finanziari a interrompere o limitare i rapporti commerciali con interi paesi o classi di clienti al fine di evitare, anziché gestire, i rischi in linea con l'approccio basato sul rischio (RBA) del Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale ("GAFI" o "FATF"), nella misura in cui il *de-risking* può portare le transazioni finanziarie verso canali scarsamente o affatto regolamentati, riducendo la trasparenza dei flussi finanziari e creando esclusione finanziaria, aumentando così l'esposizione ai rischi di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo¹¹.

In altre parole, l'uscita di una quantità considerevole di banche dal *business* delle relazioni di corrispondenza può minacciare l'efficienza, l'integrità e la stabilità complessiva del sistema finanziario, sottraendo alla supervisione delle autorità ingenti flussi di pagamento dirottati sui canali deregolamentati frutto dell'innovazione tecnologica (si pensi alle valute virtuali¹² e ai pagamenti in chat sui

⁹ Cfr. R. WANDHÖFER, B. CASU, *The Future of Correspondent Banking Cross Border Payments*, Swift Institute Working Paper, n. 2017-001, 2018, p. 10.

¹⁰ Cfr. R. COELHO, J. FISHMAN, A. HASSAN, R. VRBASKI, *Closing the loop*, cit., p. 4; T. RICE, G. VON PETER, C. BOAR, *On the global retreat*, cit., p. 41 ss.

¹¹ FINANCIAL ACTION TASK FORCE, *Correspondent banking services*, FATF Guidance, October 2016, p. 4; R. COELHO, J. FISHMAN, A. HASSAN, R. VRBASKI, *Closing the loop*, cit., p. 7.

¹² Sul tema si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2019, p. 1 ss.

social¹³).

Insomma, la tendenza al *de-risking* sul piano microeconomico, ossia a livello di singoli intermediari, può avere macro-impatti negativi sui rischi complessivi del sistema finanziario¹⁴, amplificando le conseguenze di una gestione inadeguata delle questioni regolamentari connesse alle tematiche di antiriciclaggio (“**AML**”) e di contrasto al finanziamento del terrorismo (“**CFT**”).

Assume quindi particolare rilievo la necessità di definire e, se del caso, ripensare le regole dettate in tali ambiti per assicurare un contesto normativo adeguato alla prevenzione dei relativi rischi da parte degli intermediari attivi nelle relazioni di corrispondenza transfrontaliere, in modo tale da bilanciare le esigenze di vigilanza con la sostenibilità del *business*.

Nell'affrontare il tema si dovrà procedere necessariamente attraverso una non breve ricostruzione della disciplina vigente, con particolare riferimento a quella dell'Unione Europea e nazionale. Definite le caratteristiche dei servizi interbancari oggetto di attenzione e gli obblighi posti a carico degli intermediari, saranno evidenziate le principali criticità e avanzate talune proposte, anche di carattere metodologico, per la revisione del contesto regolamentare.

2. La normativa europea (direttiva 849/2015/UE – di seguito anche “**AMLD4**” - come modificata dalla direttiva 845/2018/UE, di seguito anche “**AMLD5**”) fornisce una definizione di “rapporto di corrispondenza”, che include due fattispecie tipiche:

- «la fornitura di servizi bancari da parte di una banca quale corrispondente ad un'altra banca quale rispondente, inclusi la messa a disposizione di un conto corrente o di un conto del passivo di altro tipo e dei

¹³ Sullo sviluppo dei pagamenti in chat cfr. A. CANEPA, *Chat & pay : fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalle Big Tech*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. 3/2021, p. 147 ss.

¹⁴ Come ha osservato la Financial Conduct Authority (FCA), «*we are clear that effective money-laundering risk management need not result in wholesale de-risking*» (FCA, *De-risking: managing money-laundering risk*, in www.fca.org.uk).

relativi servizi quali la gestione della liquidità, i trasferimenti internazionali di fondi, la compensazione di assegni, i conti di passaggio e servizi di cambio» (art. 3, par. 8, lett. a, AMLD4);

- «i rapporti tra enti creditizi e tra enti creditizi e istituti finanziari compreso il caso in cui sono offerti servizi analoghi da un ente corrispondente a un ente rispondente, e che comprendono i rapporti istituiti a fini di operazioni in titoli o trasferimenti di fondi» (art. 3, par. 8, lett. b, AMLD4).

La normativa nazionale (d.lgs. 231/2007 – di seguito anche il “**Decreto**” – e la normativa attuativa della Banca d’Italia, con particolare riferimento alle Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela del 30 luglio 2019, di seguito anche “**Provvedimento AV**”) prevede invece le fattispecie dei “conti di corrispondenza e rapporti ad esse assimilabili” e dei “conti di passaggio”.

In particolare, per “conti di corrispondenza e rapporti ad esse assimilabili” si intendono «i conti tenuti dalle banche per il regolamento dei servizi interbancari e gli altri rapporti comunque denominati, intrattenuti tra enti creditizi e istituti finanziari, utilizzati per il regolamento di transazioni per conto dei clienti degli enti corrispondenti» (art. 1, comma 1, lett. g, Decreto)¹⁵.

Per “conti di passaggio” si fa invece riferimento ai «rapporti bancari di corrispondenza transfrontalieri, intrattenuti tra intermediari bancari e finanziari, utilizzati per effettuare operazioni in nome proprio e per conto della clientela» (art. 1, comma 1, lett. m, Decreto).

Per quanto le definizioni formulate in sede europea e nazionale non siano perfettamente speculari, esse appaiono sufficientemente ampie da ricomprendere l’apertura di conti correnti ordinari a favore di banche e altri istituti finanziari.

¹⁵ Nel Provvedimento AV si precisa che, a titolo esemplificativo, rientrano tra i servizi interbancari: le rimesse di effetti, assegni circolari e bancari, ordini di versamento, giri di fondi, rimesse documentate e altre operazioni. Tra gli altri rapporti tra enti creditizi e istituti finanziari rientrano invece, sempre a titolo esemplificativo: deposito di titoli, servizi di investimento, operazioni in cambi, servizi di incasso di documenti, emissione o gestione di carte di debito o di credito.

Nel Decreto e nel Provvedimento AV si afferma con maggior precisione che tali rapporti assumono rilievo specifico ai fini della normativa AML in quanto siano utilizzati dall'ente rispondente (così potremmo definire l'intermediario cliente della banca corrispondente, di seguito anche la “**Banca**”) per regolare le transazioni effettuate per conto della propria clientela. In ogni caso è ragionevole ritenere, anche sulla scorta di quanto previsto nelle AMLD4 e AMLD5, che le norme previste per tali rapporti siano pertinenti anche laddove essi siano utilizzati dall'ente rispondente in conto proprio.

3. Circa l'ambito di applicazione soggettivo, assumono rilievo non solo i rapporti interbancari (su cui si sofferma in modo particolare l'art. 3, par. 8, lett. a, AMLD4) ma anche i rapporti tra banche e istituti finanziari.

Occorre però chiarire cosa debba intendersi per “istituto finanziario”.

Ai sensi dell'art. 3, par. 1, AMLD4 vi rientrano: le imprese diverse da un ente creditizio, che svolgono una o più attività elencate ai punti da 2 a 12 e ai punti 14 e 15 dell'allegato I della direttiva 2013/36/UE (c.d. “**CRD4**”), incluse le attività degli uffici dei cambiavalute («*bureaux de change*»); le imprese di assicurazione, se svolgono attività di assicurazione vita; le imprese di investimento; gli organismi di investimento collettivo che commercializzano le proprie quote o azioni; gli intermediari assicurativi, quando si occupano di assicurazione vita e di altri servizi legati ad investimenti; le succursali, situate nell'Unione, degli istituti finanziari di cui ai punti precedenti, la cui sede centrale si trova in uno Stato membro o in un paese terzo.

Sul piano pratico sono di particolare interesse le imprese di investimento, espressamente richiamate, e talune imprese che svolgono le attività elencate nella CRD4. Tra tali attività troviamo infatti il credito al consumo (all. I, punto 2), la prestazione di servizi di pagamento (all. I, punto 4) e l'emissione di moneta elettronica (all. I, punto 15).

4. Venendo all'analisi degli obblighi di adeguata verifica della clientela, deve chiarirsi in primo luogo che le normative primarie europea e nazionale prendono espressamente in esame i rapporti o conti di corrispondenza (e fattispecie assimilate) solo laddove questi ultimi sono intrattenuti con enti rispondenti di un "paese terzo", intendendosi per tale un paese non appartenente all'UE né allo Spazio Economico Europeo¹⁶.

In particolare, al ricorrere di rapporti di corrispondenza transfrontalieri con intermediari bancari o finanziari con sede in un paese terzo la Banca corrispondente è sempre tenuta a adottare misure rafforzate di adeguata verifica della cliente¹⁷.

Il regolatore prende in esame, in primo luogo, le caratteristiche dello Stato nel quale è insediato l'intermediario rispondente, con riferimento all'esposizione al rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo. A tal proposito, un paese non appartenente all'UE o al SEE viene comunque considerato a maggior rischio, per cui sono obbligatorie misure rafforzate di adeguata verifica sull'ente rispondente ivi insediato.

Le misure da adottarsi assumono altresì maggior rigore in due casi peculiari, sulla base di ulteriori caratteristiche dello Stato (in particolare, se si tratta di paesi terzi ad alto rischio) e/o sulle modalità con cui sono prestati i servizi di corrispondenza (in ispecie, nell'ipotesi in cui vi siano relazioni con corrispondenti indiretti).

¹⁶ In verità, l'art. 1, comma 1, lett. t) del Decreto definisce lo "Stato terzo" (come lo Stato non appartenente all'UE) ma non il "paese terzo", espressione che poi ricorre nel Decreto con riferimento agli obblighi di adeguata verifica sui rapporti di corrispondenza e sui rapporti ed operazioni con Stati ad alto rischio. Il decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 10 maggio 2015, con il quale sono stati individuati gli stati extracomunitari che impongono obblighi equivalenti a quelli previsti nell'UE, esclude dalla lista tanto gli Stati comunitari quanto quelli appartenenti all'Area Economica Europea. In modo ancor più chiaro il Provvedimento AV definisce come "paesi terzi" i paesi non appartenenti allo Spazio Economico Europeo (SEE), per cui le norme di maggior rigore in termini di adeguata verifica sopra evidenziate si applicherebbero ai paesi diversi dai 27 Stati membri UE e da Islanda, Liechtenstein e Norvegia, che fanno attualmente parte del SEE.

¹⁷ Cfr. art. 24, comma 5, lett. a) del Decreto e art. 19, par. 1, AMLD4.

Lo schema regolatorio adottato in sede europea e nazionale non prevede quindi norme specifiche per le relazioni di corrispondenza tra intermediari insediati in area UE/SEE, costringendo invece ad applicare misure rafforzate di adeguata verifica per tutte le relazioni con intermediari stabiliti in paesi al di fuori di tale area, a prescindere da un eventuale giudizio di equivalenza degli obblighi AML/CFT assegnato a tali paesi dagli organismi internazionali competente (innanzi tutto, il GAFI).

Per effetto di tale scelta viene a crearsi, per differenza, un amplissimo gruppo di paesi, nel quale sono annoverati paesi quali, per esempio, gli Stati Uniti, da un lato, e l’Egitto, dall’altro, passando per molti paesi africani, sudamericani e asiatici, che hanno senza dubbio una ben diversa esposizione al rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, in quanto caratterizzati da minacce e criticità molto variegate.

Il gruppo suddetto è tanto eterogeneo che, al di là dei (pochi) paesi ad alto rischio, il GAFI distingue anche una lista di paesi con deficienze strategiche nei sistemi AML/CTF sottoposti a intenso monitoraggio da parte del GAFI stesso (c.d. *grey list*). Questa lista, dalla quale recentemente è stata tolta Malta¹⁸, oggi comprende i seguenti paesi: Albania, Barbados, Burkina Faso, Cambogia, Cayman, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Gibilterra, Giamaica, Giordania, Haiti, Mali, Marocco, Myanmar, Nicaragua, Pakistan, Panama, Senegal, Siria, Sud Sudan, Turchia, Uganda, Yemen.

Insomma, il GAFI individua: a) paesi ad alto rischio (inseriti nella c.d. *black list*, quali, ad oggi, Corea del Nord e Iran); b) paesi con deficienze strategiche AML/CFT (c.d. *grey list*); c) altri paesi (tra cui anche i paesi appartenenti a UE/SEE).

Dal canto suo, invece, la Commissione Europea di regola inserisce i paesi valutati a rischio elevato dal GAFI (tanto in *black* quanto in *grey list*) nella lista

¹⁸ Cfr. *Outcomes FATF Plenary, 14-17 June 2022*, www.fatf-gafi.org/publications/fatfgeneral/documents/outcomes-fatf-plenary-june-2022.html.

europea dei “paesi terzi ad alto rischio”. Tale lista è attualmente contenuta nell’allegato, periodicamente aggiornato, del Regolamento Delegato della Commissione 2016/1675 del 14 luglio 2016 e oggi ricomprende, appunto, i paesi classificati dal GAFI nelle liste *black* e *grey*.

Gli intermediari italiani, così come quelli europei, sono tenuti, in generale, a sottoporre a adeguata verifica rafforzata i rapporti e le operazioni che coinvolgono i paesi inseriti nella lista europea dei “paesi terzi ad alto rischio”¹⁹.

Nelle relazioni di corrispondenza transfrontaliere, invece, i medesimi intermediari sono chiamati a applicare misure di adeguata verifica rafforzata nei confronti di qualsiasi intermediario rispondente insediato in paesi non appartenenti all’area UE/SEE, anche laddove non si tratti di paesi terzi ad alto rischio (si pensi agli Stati Uniti, al Canada o alla Cina).

A ben vedere, tale approccio si pone in forte contrasto con la metodologia *risk-based* da tempo adottata dal GAFI, secondo la quale, in estrema sintesi, nel valutare il rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, i paesi, le autorità competenti e le istituzioni finanziarie dovrebbero analizzare e cercare di capire in che modo, in concreto, ne sono influenzati; la valutazione del rischio fornisce pertanto la base per l’applicazione graduata delle misure di contrasto rispetto a tale rischio²⁰.

In particolare, nell’identificazione e valutazione del rischio a cui sono esposte, le banche dovrebbero tener conto di molteplici fattori, tra i quali figura, ma

¹⁹ Inoltre, a prescindere dall’inserimento nella lista UE, la circostanza che il GAFI consideri un paese a rischio alto o con deficienze strategiche AML/CTF costituisce, di per sé, un fattore di rischio elevato che gli intermediari devono considerare nel graduare l’intensità e la frequenza dei controlli ai fini dell’adeguata verifica della clientela. Sul punto cfr. art. 18-*bis*, AMLD4; art. 24, comma 2, lettera c), n. 1, Decreto; Parte Prima, Sezione II; Allegati 1 e 2, Provvedimento AV; par. 2.11, EBA, *Guidelines on customer due diligence and the factors credit and financial institutions should consider when assessing the money laundering and terrorist financing risk associated with individual business relationships and occasional transactions* (*The ML/TF Risk Factors Guidelines*) under Articles 17 and 18(4) of Directive (EU) 2015/849, EBA/GL/2021/02, 1 March 2021 (di seguito anche “**Linee Guida EBA**”).

²⁰ Cfr. FATF, *Guidance for a Risk-Based Approach. The Banking Sector*, October 2014, p. 6.

tutt'altro che in esclusiva, la giurisdizione a cui è sottoposto il cliente, sia esso o meno un intermediario finanziario²¹.

5. Il contesto regolatorio è piuttosto complesso e giova ripercorrerlo schematicamente, ordinandolo secondo una logica di obblighi crescenti per la Banca e segnalando i principali adempimenti a cui quest'ultima è tenuta.

In linea generale occorre ricordare che, per effetto delle modifiche introdotte dalla AMLD5, i rapporti di corrispondenza transfrontalieri rilevano, ai fini dell'applicazione delle suddette misure, solo laddove comportino l'esecuzione di pagamenti²². La modifica è finalizzata al ridimensionamento dell'ambito applicativo²³ e risponde a logiche di approccio basato sul rischio, condivise tanto dal GAFI-FATF²⁴ quanto dal legislatore dell'Unione²⁵.

5.1. In relazione ai rapporti di corrispondenza della Banca con intermediari creditizi e finanziari insediati in Stati UE/SEE dovranno applicarsi in prima istanza

²¹ Cfr. FATF, *Guidance for a Risk-Based Approach. The Banking Sector*, October 2014, p. 18.

²² Cfr. art. 24, comma 5, lett. a) del Decreto e art. 19, par. 1, AMLD4.

²³ Nella relazione illustrativa al d.lgs. 125/2019, con il quale è stata recepita in Italia la AMLD5, si legge infatti: «tale integrazione è diretta a limitare l'ambito applicativo della specifica disciplina rafforzata, prevista per i rapporti di corrispondenza, a quei soli rapporti che comportano l'esecuzione di pagamenti».

²⁴ Sul punto cfr. FATF, *Fatf Guidance. Correspondent Banking Services*, October 2016, p. 8: «the focus of this guidance is correspondent banking relationships that are higher risk, in particular cross-border correspondent banking relationships involving the execution of third party payments».

²⁵ Il considerando 43 della AMLD5 così recita: «I rapporti di corrispondenza transfrontalieri con un ente rispondente di un paese terzo sono caratterizzati dalla loro natura ripetitiva e continuativa. Di conseguenza, gli Stati membri, pur richiedendo l'adozione di misure rafforzate di adeguata verifica in questo particolare contesto, dovrebbe tenere conto del fatto che i rapporti di corrispondenza non comprendono operazioni una tantum o il semplice scambio di capacità di messaggistica. Inoltre, riconoscendo che non tutti i servizi bancari di corrispondenza su scala transfrontaliera presentano lo stesso livello di rischi legati al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo, l'intensità delle misure stabilite dalla presente direttiva può essere determinata applicando i principi dell'approccio basato sul rischio e non pregiudica il livello di rischio legato al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo che presenta l'ente finanziario rispondente».

misure ordinarie di adeguata verifica, appropriate rispetto al servizio fornito²⁶. È sempre esclusa l'applicazione di obblighi semplificati di adeguata verifica²⁷. Laddove all'esito di tali misure sia rilevato che la relazione presenta un maggiore rischio AML/CFT (rispetto a quello appropriato per le misure ordinarie) o legami con un paese terzo ad alto rischio, la Banca dovrebbe rafforzare le misure di adeguata verifica applicando, a seconda del caso, quelle previste per i rapporti di corrispondenza con intermediari creditizi e finanziari insediati in paesi terzi o in paesi terzi ad alto rischio.

Occorre distinguere tra rapporti ove l'intermediario rispondente opererà solo in conto proprio o anche per conto terzi.

Nel primo caso (conto proprio) il regime base è rappresentato dall'adeguata verifica ordinaria, da effettuarsi sull'intermediario rispondente e non sui clienti di quest'ultimo²⁸, per quanto l'operatività sugli stessi debba essere esaminata nel continuo.

In fase di *onboarding* la Banca dovrebbe acquisire informazioni sull'attività principale dell'intermediario cliente, sulla tipologia di clienti che attrae e sulla natura e scopo del servizio fornito in concreto. Nel corso del monitoraggio continuo la Banca dovrebbe anche intercettare comportamenti insoliti o sospetti o comunque cambiamenti tra attività e scopo dichiarati in fase di *onboarding* e operatività

²⁶ La normativa nazionale ed europea non prevede misure specifiche a fronte di tali rapporti di corrispondenza, che sono espressamente disciplinati solo se intrattenuti con intermediari creditizi e finanziari stabiliti in Paesi terzi. Secondo quanto prevede il par. 8.18 delle Linee Guida EBA (applicabili nel nostro paese dal 26 ottobre 2021, in ottemperanza a quanto disposto da BANCA D'ITALIA, *Attuazione degli Orientamenti dell'Autorità bancaria europea in materia di fattori di rischio per l'adeguata verifica della clientela* (EBA/GL/2021/02), Nota n. 15 del 4 ottobre 2021), se l'intermediario rispondente ha sede in un paese dello Spazio Economico Europeo non si applica l'art. 19 della AMLD4, ossia la disciplina speciale sui rapporti di corrispondenza con intermediari in Paesi terzi. Di conseguenza, dovrebbe ritenersi che il regime base applicabile ai rapporti di corrispondenza con intermediari creditizi e finanziari stabiliti in Italia o in altri Paesi UE sia l'adeguata verifica ordinaria, ai sensi dell'art. 13 AMLD4 e degli artt. 17 e ss. del Decreto.

²⁷ Sul punto cfr. EBA, *Guidelines*, cit., par. 8.10.

²⁸ In questo senso si esprimono anche le Linee Guida dell'EBA (EBA, *Guidelines*, cit., par. 8.12), secondo le quali, inoltre (*Ibidem*, par. 8.10), tutte le banche corrispondenti dovrebbero applicare misure di adeguata verifica ai sensi dell'art. 13 AMLD4 all'intermediario rispondente, che è il cliente del corrispondente, sulla base di un approccio al rischio.

concreta, nonché eventuali inadempienze rispetto agli impegni assunti.

Sia nella fase di *onboarding* che nel continuo la Banca dovrebbe verificare che il cliente non operi con banche di comodo nonché determinare la probabilità che sul rapporto del cliente transitino operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio, compreso il caso in cui una percentuale significativa dei clienti dell'intermediario cliente presenta legami professionali o personali con paesi terzi ad alto rischio.

Nel caso in cui sussistano uno o più fattori di aggravamento del rischio AML/CFT (su cui v. *infra*) gli obblighi di adeguata verifica dovrebbero essere rafforzati. Oltre alle misure ordinariamente previste per i rapporti sottoposti a adeguata verifica rafforzata, occorrerà assumere informazioni supplementari quanto meno sulla natura delle attività del cliente (che dovrà essere pienamente compresa dalla Banca), sulla reputazione del cliente e sulla qualità della vigilanza a cui è sottoposto, sulla base delle informazioni di dominio pubblico. Dovrebbero essere anche effettuate valutazioni supplementari sui controlli in materia di AML/CFT applicati dal cliente, al di là della Policy Antiriciclaggio (ad es., acquisendo e valutando anche le procedure operative, i questionari sottoposti alla clientela, ecc.).

Nel caso in cui sia alta la probabilità che sul rapporto del cliente transitino operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio, occorrerà fare riferimento anche alle misure previste per tali fattispecie, su cui v. ancora *infra*.

Nel caso di rapporti di corrispondenza rispetto ai quali, anche in via non esclusiva, sussiste operatività per conto terzi, vuoi nella forma di conti di passaggio che non, è ragionevole ritenere che sussista sempre un fattore di aggravamento di rischio AML/CFT, per cui dovrebbero essere applicate anche le misure previste per tale ipotesi. Inoltre, la presenza di operatività per conto terzi dovrebbe indurre la Banca ad assicurarsi che l'intermediario cliente abbia sottoposto a adeguata verifica i clienti che hanno un accesso diretto ai conti di passaggio, che effettui il controllo

costante dei rapporti con tali clienti e che, su richiesta, possa fornire alla Banca i dati pertinenti in materia di adeguata verifica della clientela. Nell'ottica di assicurare un monitoraggio costante del rapporto con l'intermediario cliente, sul quale transitano anche operazioni di terzi, la Banca dovrebbe privilegiare l'utilizzo di procedure, anche informatiche, volte a rilevare automaticamente transazioni di carattere anomalo per ricorrenza o importo delle operazioni ovvero per destinazione o provenienza dei flussi.

Anche in questo caso, qualora sia alta la probabilità che sul rapporto del cliente transitino operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio, comprese quelle dei clienti dell'intermediario cliente, occorrerà fare riferimento anche alle misure previste per tale fattispecie²⁹.

5.2. In relazione ai rapporti di corrispondenza della Banca con intermediari creditizi e finanziari insediati in paesi terzi dovranno applicarsi le misure specifiche di adeguata verifica rafforzata previste dalla normativa per tale tipo di rapporti³⁰. Ulteriori misure rafforzate sono previste laddove i conti aperti dalla Banca sono utilizzati indirettamente da altri intermediari che, pertanto, hanno un rapporto diretto con il rispondente ma non con la Banca³¹.

Oltre a quanto appena ricordato in relazione ai rapporti con intermediari creditizi e finanziari insediati in Stati UE/SEE, le valutazioni sui controlli antiriciclaggio sull'intermediario cliente dovrebbero estendersi a documentazione

²⁹ Sul punto cfr. anche EBA, *Guidelines*, cit., par. 8.20 e 8.21.

³⁰ Cfr., in particolare, art. 25, commi 2 e 3, del Decreto; art. 19 AMLD4; Provvedimento AV, Parte Quarta, sez. IV.

³¹ In sintesi, in questi casi la Banca deve essere informata sull'esistenza di queste relazioni e sulle transazioni poste in essere dai clienti dei corrispondenti indiretti, acquisendo informazioni sull'area geografica di operatività dei corrispondenti indiretti e accertandosi che il rispondente indiretto impartisca le istruzioni al rispondente in maniera trasparente, in modo che siano note tutte le parti coinvolte nelle operazioni per le verifiche e i controlli. Inoltre, la Banca deve dotarsi di strumenti idonei a individuare eventuali relazioni con corrispondenti indiretti non dichiarate dal rispondente adottando, in questi casi, le misure conseguenti idonee a mitigare il rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo e deve valutare il sistema dei controlli posti in essere dal rispondente in relazione ai rapporti con i rispondenti indiretti e alle operazioni poste in essere da questi ultimi.

ulteriore rispetto alle politiche e alle procedure antiriciclaggio e, se il rischio è particolarmente elevato e il volume delle operazioni rilevante, dovrebbero effettuarsi sopralluoghi e verifiche a campione per accertare l'efficacia delle politiche e delle procedure antiriciclaggio del rispondente.

Inoltre, sarà sempre necessario ottenere l'autorizzazione dei titolari di poteri di amministrazione o direzione ovvero di loro delegati o, comunque, di soggetti che svolgono una funzione equivalente, prima di aprire nuovi conti di corrispondenza.

Sul piano contrattuale, la Banca è tenuta a individuare quali soggetti (e con quali modalità) possono accedere al servizio bancario di corrispondenza (es., se il conto di corrispondenza può essere utilizzato da altri soggetti aventi accordi con il l'intermediario cliente) nonché a definire le responsabilità dell'intermediario cliente in relazione agli obblighi antiriciclaggio. L'accordo contrattuale dovrebbe prevedere anche le modalità attraverso le quali la Banca può monitorare il rapporto di corrispondenza per accertare se l'intermediario cliente adempia agli obblighi di adeguata verifica della clientela ed effettui gli altri controlli previsti dalla disciplina antiriciclaggio nonché stabilire l'obbligo per l'intermediario cliente di fornire alla Banca, su richiesta, informazioni su determinate transazioni o determinati clienti dell'intermediario cliente.

Quando i clienti dell'intermediario cliente hanno un accesso diretto ai conti di passaggio, la Banca dovrebbe assicurarsi, anche con verifiche a campione, che l'intermediario cliente assolva agli obblighi di adeguata verifica della propria clientela, incluso il controllo costante, nonché possa fornire alla Banca stessa, su richiesta, tutti i dati raccolti a seguito dell'assolvimento di tali obblighi e ogni altra informazione rilevante relativa ai propri clienti o a specifiche operazioni. La Banca dovrebbe valutare attentamente la completezza delle informazioni e della documentazione fornite in riscontro, rivalutando il rischio dell'intermediario cliente in caso di lacune informative. La Banca dovrebbe inoltre acquisire un'espressa attestazione dell'intermediario cliente circa l'inesistenza di impedimenti normativi o

contrattuali in merito alla tempestiva trasmissione delle informazioni richieste.

La Banca dovrebbe adottare procedure, anche informatiche, volte a rilevare automaticamente transazioni di carattere anomalo per ricorrenza o importo delle operazioni ovvero per destinazione o provenienza dei flussi.

5.3. Nel caso in cui l'intermediario cliente sia insediato in un paese terzo ad alto rischio, ovvero la sua operatività coinvolga paesi ad alto rischio³², anche in relazione alle transazioni riferibili ai clienti dell'intermediario cliente, oltre a quanto sin qui detto la Banca dovrebbe acquisire informazioni sull'origine dei fondi e del patrimonio del cliente e del titolare effettivo. In particolare, la Banca dovrebbe procedere a valutazione dell'adeguatezza delle politiche e delle procedure dell'intermediario cliente per stabilire la fonte dei fondi del patrimonio dei propri clienti, nonché effettuare visite in loco o controlli a campione, o chiedere all'intermediario cliente di fornire prove della legittima origine della fonte di fondi e patrimonio di un particolare cliente, a richiesta.

Laddove sia rilevato un rischio AML/CFT dell'intermediario cliente particolarmente alto, dovrebbero essere adottate le ulteriori misure rafforzate di adeguata verifica della clientela previste per i rapporti continuativi e operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio. La Banca dovrebbe acquisire informazioni aggiuntive in merito alle motivazioni delle operazioni previste o eseguite e assicurare un controllo costante e ancor più rafforzato del rapporto di corrispondenza, aumentando la frequenza e l'intensità dei controlli effettuati e individuando schemi operativi da sottoporre ad approfondimento.

³² Tali misure sono state introdotte dalla AMLD5 e, nel nostro ordinamento, dal d.lgs. 125/2019. Per ulteriori dettagli sulle misure si veda, in particolare, art. 25, commi 4-bis, 4-ter e 4-quater, del Decreto; art. 18-bis AMLD4; Provvedimento AV, Parte Quarta, sez. III. Secondo le disposizioni da ultimo citate i "paesi terzi ad alto rischio" sono paesi non appartenenti allo Spazio economico europeo con carenze strategiche nei rispettivi regimi nazionali di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, come individuati dalla Commissione europea nell'esercizio dei poteri disciplinati dagli artt. 9 e 64 della AMLD4.

Infine, le autorità di vigilanza di settore (nel caso delle banche, la Banca d'Italia) possono prevedere ulteriori misure di adeguata verifica rafforzata della clientela, nonché obblighi di informativa periodica delle operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio e limitazioni all'apertura o alla prosecuzione di rapporti continuativi o il divieto di effettuare operazioni con soggetti residenti aventi sede nei medesimi paesi³³.

In considerazione del fatto che i rapporti di corrispondenza transfrontalieri con paesi terzi sono sottoposti a specifiche misure di adeguata verifica rafforzata, vi è da chiedersi se ad esse debbano essere aggiunte o meno ulteriori misure laddove i rapporti di corrispondenza siano intrattenuti con, o comunque coinvolgano, paesi terzi ad alto rischio.

Sul punto la normativa nazionale, primaria e secondaria, non si esprime specificatamente³⁴, anche se l'attribuzione all'autorità di vigilanza di settore del potere di adottare misure specifiche con riguardo ai conti di corrispondenza e rapporti intrattenuti con intermediari corrispondenti con sede nei paesi terzi ad alto rischio³⁵ induce a ritenere che le misure speciali dettate per i conti di corrispondenza non escludano quelle dettate per i paesi terzi ad alto rischio,

³³ In particolare, le autorità di vigilanza di settore possono: negare l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria o finanziaria sul territorio della Repubblica a società controllate da intermediari con sede nei paesi terzi ad alto rischio ovvero negare agli stessi intermediari l'autorizzazione allo stabilimento di succursali nel territorio della Repubblica; negare agli intermediari bancari e finanziari con sede nel territorio della Repubblica l'autorizzazione a istituire succursali sul territorio dei predetti paesi terzi ad alto rischio; richiedere agli intermediari bancari e finanziari con sede nel territorio della Repubblica di rafforzare i controlli sui conti correnti di corrispondenza e sui rapporti ad essi assimilabili, intrattenuti con intermediari rispondenti con sede nei predetti paesi terzi e, se necessario, chiuderli; richiedere agli intermediari bancari e finanziari con sede nel territorio della Repubblica di intensificare le verifiche, anche ispettive, sulle società controllate o sulle succursali insediate in paesi terzi ad alto rischio.

³⁴ Il Provvedimento AV si limita a prevedere che «i destinatari applicano misure rafforzate di adeguata verifica ai rapporti e alle operazioni occasionali che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio, nei casi indicati dall'articolo 24, comma 5, lettera a), del decreto antiriciclaggio. Ai sensi dell'articolo 42, comma 2, del decreto antiriciclaggio, i destinatari si astengono dall'instaurare o proseguire rapporti continuativi o eseguire operazioni di cui siano parte, direttamente o indirettamente, società fiduciarie, trust, società anonime (o controllate attraverso azioni al portatore) con sede in paesi terzi ad alto rischio».

³⁵ Cfr. art. 25, comma 4-*quater*, lett. c).

laddove applicabili.

A conferma di tale tesi l'EBA ritiene che la Banca debba applicare le medesime misure di adeguata verifica rafforzata previste espressamente per tali rapporti laddove intrattenuti con i paesi terzi, integrate dalle informazioni aggiuntive sull'origine dei fondi e del patrimonio del cliente e del titolare effettivo previste dalle norme dettate per i rapporti continuativi e operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio. Le misure previste da queste ultime disposizioni si aggiungeranno invece integralmente a quelle specifiche dettate per i rapporti di corrispondenza nel caso in cui sia rilevato un rischio AML/CFT del rispondente particolarmente alto³⁶.

Ulteriori indicazioni sono infine fornite dall'EBA qualora gli Stati membri indichino misure aggiuntive di adeguata verifica rafforzata a valere per i rapporti continuativi e operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio³⁷.

6. In conclusione, la disciplina vigente sugli obblighi di KYC per i rapporti interbancari si caratterizza per una vasta applicazione del regime rafforzato, con presidi specifici graduati sul servizio (corrispondenti diretti o indiretti) e sull'area geografica (insediamento dell'intermediario controparte in paesi terzi ad alto rischio o meno). Si sottrae all'adeguata verifica rafforzata la relazione di corrispondenza con intermediari creditizi e finanziari insediati in Stati UE/SEE, che in taluni casi, secondo un approccio basato sul rischio specifico della relazione, può essere però attratta nel regime di maggior rigore.

In generale, le più gravose conseguenze dell'applicazione degli specifici obblighi di adeguata verifica rafforzata previsti per le relazioni di corrispondenza interbancaria consistono nella necessità che la Banca sia costretta a monitorare tali rapporti (sistematicamente, se si tratta di conti di passaggio) per accertare se

³⁶ Sul punto cfr. EBA, *Guidelines*, cit., par. 8.22, 8.23 e 8.24.

³⁷ Cfr. art. 18-bis, par. 1, AMLD4; art. 25, comma 4-ter, del Decreto; EBA, *Guidelines*, cit., p. 67, par. 8.25.

l'intermediario cliente adempia agli obblighi di adeguata verifica della clientela ed effettui gli altri controlli previsti dalla disciplina antiriciclaggio (per esempio, i controlli sulle liste antiterrorismo).

Come ricordato in precedenza, gli obblighi di adeguata verifica rafforzata non sono imposti nelle relazioni di corrispondenza con intermediari insediati in paesi UE/SEE, fatta eccezione per i casi in cui si operi con corrispondenti indiretti o con conti di passaggio ovvero coinvolga paesi terzi ad alto rischio. Laddove gli intermediari clienti siano insediati in paesi terzi, invece, la disciplina diventa molto più stringente, a prescindere dalla circostanza che tali paesi dispongano di adeguati regimi in materia di AML/CFT, ossia impongano obblighi sostanzialmente equivalenti a quelli propri dell'Unione Europea.

Nelle relazioni interbancarie transfrontaliere con paesi terzi il legislatore europeo ha costruito uno “scalino” regolatorio particolarmente elevato e per certi aspetti incoerente rispetto a quanto previsto, ad esempio, con riferimento all'esecuzione degli obblighi di adeguata verifica da parte di terzi. In tale ambito è infatti consentito che, per l'assolvimento di tali obblighi (fatta eccezione per il monitoraggio dell'operatività del cliente nel continuo), le banche possano anche ricorrere a intermediari insediati in paesi terzi non ad alto rischio, purché applichino misure di adeguata verifica della clientela e di conservazione dei documenti nonché siano soggetti a vigilanza circa il rispetto degli obblighi in modo conforme a quanto previsto dalla normativa europea³⁸.

La scelta normativa effettuata dal legislatore dell'Unione sugli obblighi di adeguata verifica nelle relazioni di corrispondenza pare dunque animata da una forte diffidenza sull'operato degli intermediari insediati in paesi diversi da quelli UE/SEE.

Le conseguenze economiche di questo approccio sono state pesanti. Come la

³⁸ Cfr. artt. 2, 25 e 26 AMLD4 e art. 26 del Decreto.

Commissione UE ha osservato, le recenti decisioni degli istituti di credito di uscire da alcuni mercati e di interrompere i servizi bancari di corrispondenza indicano che la mancata azione a livello europeo per garantire un'applicazione coerente delle norme potrebbe avere effetti negativi sulle attività lecite. Allo stesso tempo, non vi sono elementi per ritenere che il *de-risking* porti benefici in termini di prevenzione del riciclaggio di denaro o del finanziamento del terrorismo, poiché le tecniche di riciclaggio si evolvono continuamente (si pensi ai pagamenti *peer-to-peer* e, in generale, ai *crypto-asset*) e il settore privato spesso non dispone di informazioni sulle nuove tendenze tali da consentire di distinguere le attività sospette da quelle legittime³⁹.

Dal 2017, in risposta a svariati significativi casi di riciclaggio per miliardi di euro che hanno interessato intermediari europei, la Commissione UE ha ritenuto che una priorità della propria azione consistesse nell'affrontare e risolvere le debolezze strutturali dell'attuale quadro normativo⁴⁰ e questo punto di vista è stato condiviso dal Parlamento europeo⁴¹ e dall'ECOFIN⁴².

Alla luce della priorità che l'antiriciclaggio e il finanziamento del terrorismo rappresentano per l'UE, il 7 maggio 2020 la Commissione ha presentato un piano d'azione per una politica globale dell'Unione sulla prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo⁴³. Il piano d'azione definisce le misure che la Commissione intraprenderà per una migliore applicazione, supervisione e

³⁹ Cfr. COMMISSIONE UE, *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Anti-money laundering package*, SWD(2021) 190 final, 20 July 2021, p. 22.

⁴⁰ Su cui si vedano varie Comunicazioni della Commissione UE: *Towards better implementation of the EU's anti-money laundering and countering the financing of terrorism framework* (COM/2019/360 final); *Report from the Commission on the assessment of recent alleged money laundering cases involving EU credit institutions*, COM/2019/373 final; *Report on FIU cooperation* (COM/2019/371).

⁴¹ Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo, *On the state of implementation of the Union's anti-money laundering legislation* (2019/2820(RSP), 19 September 2019.

⁴² Cfr. le Conclusioni del Consiglio, *On strategic priorities on anti-money laundering and countering the financing of terrorism* (14823/19), 5 December 2019.

⁴³ Cfr. la Comunicazione della Commissione UE, *Action plan for a comprehensive Union policy on preventing money laundering and terrorism financing* (C(2020) 2800 final).

coordinamento delle norme dell’UE in materia di lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo, articolato in alcune priorità o pilastri⁴⁴.

In esecuzione del piano d’azione del maggio 2020, nel luglio 2021 la Commissione ha presentato un pacchetto AML/CFT composto da quattro proposte legislative: una proposta di direttiva che stabilisce i meccanismi che gli Stati membri dovrebbero istituire per prevenire l’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che abroga la direttiva (UE) 2015/8496; una proposta di regolamento relativo alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio e finanziamento del terrorismo (di seguito anche la “**Proposta di regolamento AML**”); una proposta di regolamento che istituisce un’autorità dell’UE (di seguito anche “**AMLA**”) per la lotta contro il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo (di seguito anche la “**Proposta di regolamento AMLA**”); una proposta di rifusione del regolamento (UE) 2015/847 che estende gli obblighi di tracciabilità alle crypto-attività⁴⁵.

Per quel che concerne il sesto pilastro del piano d’azione, ossia l’esigenza di rafforzare la dimensione internazionale del quadro normativo europeo in materia AML/CFT, la nuova politica europea si ispira a un approccio più granulare basato sul rischio, richiedendo al contempo ai soggetti obbligati di applicare una maggiore diligenza nei confronti della clientela per determinate transazioni con alcuni Paesi terzi e prevedendo altresì un ruolo più incisivo dell’Unione europea nel Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI)⁴⁶. Ciò dovrebbe consentire di superare

⁴⁴ In estrema sintesi, le priorità individuate dalla Commissione sono le seguenti: garantire l’effettiva attuazione dell’attuale quadro normativo dell’UE in materia di antiriciclaggio e finanziamento del terrorismo; stabilire un libro di regole unico dell’UE sull’antiriciclaggio e sul finanziamento del terrorismo; realizzare una vigilanza antiriciclaggio e antiterrorismo a livello UE; creare un meccanismo di supporto e cooperazione per le FIU; applicare le disposizioni di diritto penale a livello UE e lo scambio di informazioni; rafforzare la dimensione internazionale del quadro normativo dell’UE in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

⁴⁵ In argomento cfr. per tutti, A. URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, supplemento n. 1 al n. 1/2022, p. 172 ss.

⁴⁶ Cfr. COMMISSIONE UE, *Commission Staff Working*, cit., p. 3.

alcune difficoltà dell'impianto normativo precedente, quali l'uniformità di trattamento dei paesi nelle liste nera e grigia del FATF e l'approccio sproporzionatamente rigido nei confronti dei paesi nella lista grigia del FATF, nonché l'assenza di comuni requisiti rafforzati per i paesi non ricompresi nelle suddette liste, migliorando il dinamismo e la flessibilità della disciplina nei confronti dei rischi AML/CFT connessi alle relazioni con paesi non appartenenti all'Unione europea⁴⁷.

In estrema sintesi, nell'attuale versione delle proposte legislative l'approccio nei confronti dei paesi terzi vedrà l'identificazione di:

- paesi terzi con carenze strategiche significative nei rispettivi regimi nazionali in materia di AML/CFT, individuati tenendo conto degli inviti ad applicare misure rafforzate di adeguata verifica e misure supplementari di mitigazione ("contromisure") da parte del GAFI⁴⁸;
- paesi terzi con carenze di conformità nei rispettivi regimi nazionali in materia di AML/CFT, individuati tenendo conto delle informazioni sulle giurisdizioni soggette ad un controllo rafforzato da parte del GAFI⁴⁹;
- paesi terzi che rappresentano una minaccia per il sistema finanziario dell'Unione europea, in relazione al quadro giuridico e istituzionale AML/CFT, alla configurazione dei poteri, del quadro sanzionatorio e della cooperazione, nonché dell'efficacia del sistema AML/CFT del paese terzo nel contrastare i rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo. Per determinare il livello di minaccia, l'AMLA, su richiesta della Commissione, può adottare un parere volto a valutare l'impatto specifico sull'integrità del sistema finanziario dell'Unione dovuto al livello di minaccia rappresentato da un paese terzo⁵⁰.

Nei confronti dei (soli) paesi terzi con carenze strategiche significative nei

⁴⁷ Cfr. COMMISSIONE UE, *Commission Staff Working*, cit., p. 108.

⁴⁸ Cfr. art. 23, Proposta di regolamento AML.

⁴⁹ Cfr. art. 24, Proposta di regolamento AML.

⁵⁰ Cfr. art. 25, Proposta di regolamento AML.

regimi nazionali in materia di AML/CFT e di quelli costituenti una minaccia specifica la Commissione potrà adottare contromisure che i soggetti obbligati e i paesi membri dovranno applicare, rispettivamente, nei confronti della clientela avente legame con tali paesi e con i paesi terzi stessi⁵¹.

Le misure rafforzate di adeguata verifica della clientela saranno obbligatorie, tra l'altro, nei casi in cui la clientela è insediata in uno dei paesi terzi appartenenti alle tre categorie identificate nella Proposta di regolamento AML e in altre situazioni ad alto rischio individuate dai soggetti obbligati⁵². Nell'individuazione delle situazioni ad alto rischio dovrà tenersi conto dei fattori di rischio elencati nel terzo allegato alla Proposta di regolamento AML nonché degli orientamenti in materia di rischi, tendenze e metodi di AML e CFT elaborati dall'AMLA⁵³. Tra i fattori di rischio enunciati dall'allegato sopra citato sul piano geografico rilevano i paesi terzi “attenzionati” dal GAFI, soggetti a sanzioni o embarghi, finanziatori del terrorismo, notoriamente caratterizzati da alto livello di corruzione o altre attività criminose.

Senza soffermarsi sul dettaglio delle misure rafforzate previste dalla proposta legislativa⁵⁴, nella nuova impostazione viene dunque confermato il rapporto tra misure più rigorose e attività del cliente riconducibile ad un paese terzo ad alto rischio, introducendo una maggiore granularità e precisione della nozione di rischio geografico. Inoltre, si attribuisce un ruolo di indirizzo alla nuova autorità unica europea e vengono uniformate e rese obbligatorie le contromisure per mitigare le minacce nelle situazioni particolarmente pericolose.

Per quanto affermi che i rapporti di corrispondenza transfrontalieri con un ente rispondente di un paese terzo tendono ad essere caratterizzati da una natura ripetitiva e continuativa, nelle nuove proposte legislative la Commissione non pare

⁵¹ Cfr. art. 29, Proposta di regolamento AML.

⁵² Cfr. art. 28, Proposta di regolamento AML.

⁵³ Cfr. art. 26, Proposta di regolamento AML.

⁵⁴ Su cui cfr. ancora art. 28, Proposta di regolamento AML.

però modificare sostanzialmente la posizione tradizionale, confermando la necessità che siano sempre applicate misure rafforzate di adeguata verifica. Nel contempo si dà atto che tali relazioni presentano livelli di rischio variegati, per cui l'intensità delle misure rafforzate di adeguata verifica dovrebbe essere determinata applicando i principi dell'approccio basato sul rischio, con la sola eccezione delle relazioni con enti rispondenti di un paese terzo che non hanno una presenza fisica nel luogo in cui sono costituiti e, a maggior ragione, con banche di comodo, con le quali non dovrebbero essere affatto intrattenuti rapporti di corrispondenza⁵⁵.

Nella sostanza, però, la disciplina di dettaglio in materia di adeguata verifica nei rapporti di corrispondenza transfrontalieri con paesi terzi non varia: l'art. 28 della Proposta di regolamento AML associa a tali rapporti l'obbligo di applicare misure rafforzate di adeguata verifica e il successivo art. 30 riprende pedissequamente i contenuti dell'art. 19 della AMLD4, prescrivendo le medesime specifiche misure rafforzate.

Al fine di monitorare il fenomeno del *de-risking* – ossia della tendenza dei soggetti obbligati a limitare l'accesso o a ritirarsi dalla fornitura di un determinato servizio a fronte dell'incapacità di gestire i rischi ad esso connessi – il legislatore europeo si limita a introdurre l'obbligo degli intermediari corrispondenti di documentare la decisione di chiusura dei rapporti. Sinceramente non pare trattarsi di una strategia efficace, dato che non è assistita da un impianto sanzionatorio ma, al più, da azioni di *moral suasion* del regolatore.

Il pacchetto AML/CFT in discussione avrebbe però potuto giustificare un approccio più coraggioso del legislatore europeo nei confronti delle relazioni di corrispondenza con intermediari extra europei, valorizzando ad esempio le competenze dell'istituenda AMLA con specifico riguardo alla valutazione del rischio paese/giurisdizione.

Senza addentrarsi sul delicato tema della centralizzazione della supervisione

⁵⁵ Cfr. considerando 47, Proposta di regolamento AML.

a livello dell’Unione in materia AML/CFT⁵⁶, tale autorità sarà tenuta infatti, tra l’altro, a monitorare gli sviluppi in paesi terzi e valutare le minacce, le vulnerabilità e i rischi in relazione ai loro sistemi AML/CFT⁵⁷, contribuendo a definire il rischio dei paesi terzi e il loro eventuale inserimento tra i paesi oggetto di particolare attenzione. Inoltre, per conseguire i propri obiettivi, l’AMLA potrà stabilire contatti e concludere accordi con autorità competenti in materia di AML/CFT di paesi terzi aventi competenze in materia di regolamentazione, supervisione e Financial Intelligence Unit nel settore della lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, nonché con organizzazioni internazionali e amministrazioni di paesi terzi⁵⁸.

Ciò posto, il legislatore europeo avrebbe potuto affidare all’AMLA anche il compito di contribuire ad individuare i paesi terzi “equivalenti” per quel che riguarda gli obblighi di adeguata verifica nelle relazioni transfrontaliere. In altre parole, una volta che l’AMLA abbia accertato l’equivalenza con il regime normativo e la vigilanza europea e instaurato solidi e ampi rapporti di collaborazione istituzionale, la Commissione potrebbe inserire tali paesi terzi in una ulteriore lista (potremmo parlare di una sorta di “white list” di settore) che consentirebbe agli intermediari rispondenti ivi insediati di usufruire di un trattamento analogo a quello proprio degli intermediari rispondenti europei in ordine agli obblighi di adeguata verifica della clientela da parte della banca corrispondente⁵⁹.

In tal modo si verrebbe a realizzare un concreto ed effettivo approccio al rischio nelle relazioni interbancarie transfrontaliere, incentivando lo sviluppo dei rapporti con i paesi più virtuosi, alleggerendo gli obblighi per le banche

⁵⁶ Su tale tema cfr. A. URBANI, *Verso la centralizzazione*, cit., in particolare p. 187 ss. e K. LANNOO, *The EU is Homing in a Dirty Money*, CEPS Policy Insights, No 2022-03, February 2022, p. 6.

⁵⁷ Cfr. art. 5, Proposta di regolamento AMLA.

⁵⁸ Cfr. art. 81, Proposta di regolamento AMLA.

⁵⁹ In estrema sintesi, l’applicazione di misure ordinarie di adeguata verifica sull’ente rispondente, fatta salva la presenza di fattori di rischio elevato.

corrispondenti in una logica di proporzionalità rispetto al rischio e, infine, evitando che gli eccessivi costi di *compliance* provochino lo spiazzamento dei rapporti di corrispondenza regolati a favore di infrastrutture dalla dubbia liceità e dalla maggiore esposizione al rischio sistemico.

Gian Luca Greco

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Milano*

I «PAGAMENTI SENZA MONETA»:

NUOVE SFIDE PER LA SUPERVISIONE FINANZIARIA *

(«Payments without money»: new challenges for financial supervision)

ABSTRACT: *This article examines some of the issues related to the spread of crypto-assets in the European financial market on the basis of the new Proposal for a regulation on Markets in Crypto-assets. In particular, it points out some of the new tasks assigned to supervisors when crypto-assets need to be distinguished from financial instruments and are used as new payment systems.*

SOMMARIO: 1. La nozione di pagamento tra poteri pubblici e codificazione civile. - 2. I pagamenti nella disciplina eurounitaria. - 3. Cripto attività e pagamenti. - 4. Nuovi beni tokenizzati, pagamenti e vigilanza.

1. Da quando il denaro è stato accettato come sistema di pagamento, l'adempimento non è più solo un fatto tra privati, ma implica l'esistenza di un soggetto terzo emittente della moneta¹ e una convenzione sulla sua spendibilità in un determinato contesto economico. Il termine «pagamento» nelle obbligazioni pecuniarie indica l'esecuzione della prestazione avente ad oggetto la dazione di una somma di «moneta avente corso legale nello Stato al tempo del *pagamento...*»². Sulla nozione di «pagamento» (pecuniario) è stata modellata la disciplina civilistica dell'«adempimento».

Anche per tale ragione, nelle codificazioni moderne, secondo una tradizione

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ «*Money of account, namely that in which debts and prices and general purchasing power are expressed, is the primary concept of a theory of money*», così: J. M. KEYNES, *A treatise on money*, Cambridge, 1930, 3; cfr. anche F. CAFFÈ, (voce) *Moneta*, in *Enciclopedia del Novecento*, 1979, ora in https://www.treccani.it/enciclopedia/moneta_%28Enciclopedia-del-Novecento%29;

F. CAPRIGLIONE, (voce) *Moneta*, in *Enc. dir., Aggiornamento III*, Milano, 1999, 747 ss.

² Così: art. 1277, I comma, Cod. civ.

assai risalente, il termine «pagamento» ha assunto una portata più ampia, coincidente con la nozione di «adempimento»³, inteso quale esatta esecuzione di qualsiasi prestazione anche non pecuniaria. Nel codice civile del 1865, «quando parlasi di pagamento, s'intende che con esso si è soddisfatto un debito»⁴.

Il Codice Civile del '42, dunque, dà per presupposto un pregresso rapporto obbligatorio, la cui estinzione si può verificare a seguito del «pagamento». Tuttavia, il medesimo termine viene utilizzato secondo un'accezione assai più ampia che può essere ricostruita sulla base della disciplina codicistica del «pagamento dell'indebito» (art. 2033 Cod. civ.) o delle «obbligazioni naturali» (art. 2034 Cod. civ.). Con essa ci si riferisce alla dazione di una somma di denaro o di beni pur in assenza (per definizione) di un sottostante rapporto obbligatorio⁵.

La disciplina codicistica del pagamento o, se si preferisce, dell'adempimento è tesa a definire i diritti e i doveri del debitore e del creditore nei profili interni del singolo rapporto obbligatorio. Le vicende costitutive, modificative ed estintive del debito e del credito sono improntate ad una disciplina liberistica che lascia all'autonomia delle parti la definizione del contenuto e delle caratteristiche della prestazione nel presupposto che gli interessi regolati siano strettamente individuali. Proprio nell'ottica liberistica trova la naturale collocazione la *datio in solutum*, che permette alle parti, sulla base del loro mutuo consenso, di sostituire, nell'ambito in discorso, la prestazione pecuniaria con altra non pecuniaria, ovvero sia di ricevere in

³ L'adempimento non trova una specifica definizione nel codice civile ma è desumibile dall'art. 1218 cod. civ. In questo senso G. CIAN, *Pagamento (voce)*, in *Digesto disc. priv., sez. civ.*, XIII, Torino, 1995, 234 ss. Sul rapporto tra le nozioni di «pagamento» e di «adempimento» v. da ultimo G.M. UDA, *La prova del pagamento*, Padova, 2008, 1 s. Nella dottrina più risalente con riferimento alla codificazione del 1865 v. F. RICCI, *Diritto civile*, VI, Torino, 1880, 328 ss. con riguardo alla codificazione vigente v. M. GIORGIANNI, *voce Pagamento (diritto civile)*, in *Noviss. dig. it.*, XII, Torino, 1965, 321, A. DI MAJO, *Le obbligazioni pecuniarie*, Torino, 1996, 269 ss.; G. CIAN, *voce Pagamento*, in *Dig. civ.*, XIII, Torino, 1995, 234-235.

⁴ Così G. DEL VITTO, *Commentario teorico-pratico del Codice Civile*, Volume IV, Torino, 1879, 439. Nel Codice Civile del 1865 il «pagamento» era considerato negli artt. 1236 ss. il primo mezzo di estinzione dell'obbligazione.

⁵ Il dibattito dottrinale si è soffermato a lungo sulla contrapposizione tra la teoria negoziale e la teoria oggettiva del pagamento; cfr. J. GERNHUBER, *Die Erfüllung und ihre Surrogate sowie das Erlöschen der Schuldverhältnisse aus anderen Gründen*, Mohr Siebeck, Tübingen, 1994, 108 ss.

alternativa alla moneta un bene diverso con effetto estintivo dell'obbligazione originaria.

L'effetto solutorio del *pagamento* in senso stretto, inteso quale adempimento dell'obbligazione pecuniaria, ha natura legale e deve essere conseguito con il trasferimento di «moneta avente corso legale»⁶ nel patrimonio del creditore, ai sensi del già richiamato art. 1277 c.c., sebbene la Cassazione abbia già avuto modo di ampliare il novero dei mezzi di pagamento aventi effetto estintivo ricomprendendovi anche gli assegni circolari⁷. L'attuazione domestica⁸

⁶ L'effetto solutorio legale del pagamento eseguito con la sola moneta contante desta diverse perplessità sul piano giuridico e segna significative differenze nella dottrina dei diversi Paesi UE. Sul punto v., con ampi riferimenti in nota, V. SANTORO, *Considerazioni sulla moneta*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, 10. Anche la fattispecie di cui all'art. 693 c.p. è stata depenalizzata e deve essere integrata con la normativa speciale in tema di antiriciclaggio.

⁷ Cfr. sul punto Cass. civile, SS.UU., 18 dicembre 2007, n. 26617, secondo cui nelle «obbligazioni pecuniarie, il cui importo sia inferiore a 12.500 euro o per le quali non sia imposta per legge una diversa modalità di pagamento, il debitore ha facoltà di pagare, a sua scelta, in moneta avente corso legale nello Stato o mediante consegna di assegno circolare; nel primo caso il creditore non può rifiutare il pagamento, come, invece, può nel secondo solo per giustificato motivo da valutare secondo la regola della correttezza e della buona fede oggettiva; l'estinzione dell'obbligazione con l'effetto liberatorio del debitore si verifica nel primo caso con la consegna della moneta e nel secondo quando il creditore acquista concretamente la disponibilità giuridica della somma di denaro, ricadendo sul debitore il rischio dell'inconvertibilità dell'assegno»; cfr. sul punto G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, n. 5, 562 ss.

⁸ Il D.lgs, 21 novembre 2007, n. 231, «Attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminali e di finanziamento del terrorismo nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione», al comma I dell'art. 49, rubricato Limitazioni all'uso del contante e dei titoli al portatore, prevede che «è vietato il trasferimento di denaro contante e di titoli al portatore in euro o in valuta estera, effettuato a qualsiasi titolo tra soggetti diversi, siano esse persone fisiche o giuridiche, quando il valore oggetto di trasferimento, è complessivamente pari o superiore a 3.000 euro. Il trasferimento superiore al predetto limite, quale che ne sia la causa o il titolo, è vietato anche quando è effettuato con più pagamenti, inferiori alla soglia, che appaiono artificialmente frazionati e può essere eseguito esclusivamente per il tramite di banche, Poste italiane S.p.a., istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento, questi ultimi quando prestano servizi di pagamento diversi da quelli di cui all'articolo 1, comma 1, lettera b), numero 6), del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11. Il trasferimento effettuato per il tramite degli intermediari bancari e finanziari avviene mediante disposizione accettata per iscritto dagli stessi, previa consegna ai medesimi intermediari della somma in contanti. A decorrere dal terzo giorno lavorativo successivo a quello dell'accettazione, il beneficiario ha diritto di ottenere il pagamento nella provincia del proprio domicilio. La comunicazione da parte del debitore al creditore della predetta accettazione produce gli effetti di cui all'articolo 1277, primo comma, del codice civile e, nei casi di mora del creditore, gli effetti di cui all'articolo 1210 del medesimo codice».

delle direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE⁹ pone, però, rilevanti limitazioni all'uso del contante e dei titoli al portatore oltre una soglia prestabilita (all'epoca dell'emanazione della norma, pari a 3.000 Euro). Tale limitazione consente il pagamento esclusivamente per il tramite di banche, Poste italiane S.p.a., istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento, con i medesimi effetti estintivi di cui all'art. 1277 c.c. In questa accezione la «moneta scritturale» può oggi dirsi «moneta legale»¹⁰ e può (e, in certi casi, deve) essere utilizzata come mezzo di adempimento nelle operazioni di pagamento con effetto solutorio legale. Il creditore non potrà, dunque, rifiutare l'adempimento eseguito con gli strumenti di pagamento indicati dalla legge e l'obbligazione sarà estinta con il completamento dell'«operazione di pagamento»¹¹ prescelta, alternativa alla *traditio* materiale del denaro¹².

I «pagamenti internazionali»¹³ riguardano i trasferimenti di denaro tra due soggetti stabiliti in Stati diversi. La regolazione privatistica del relativo rapporto giuridico avviene sulla base della normativa individuata secondo le regole del diritto internazionale privato o in base alle diverse convenzioni internazionali eventualmente vigenti. La transnazionalità del pagamento ha sempre comportato,

⁹ Direttiva 2006/70/CE, del 1° agosto 2006, «recante misure di esecuzione della direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione di «persone politicamente esposte» e i criteri tecnici per le procedure semplificate di adeguata verifica della clientela e per l'esenzione nel caso di un'attività finanziaria esercitata in modo occasionale o su scala molto limitata».

¹⁰ In questo senso G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, cit., 563.

¹¹ La PSD2 (*Payment Services Directive 2*), ovverosia la «Direttiva 2015/2366 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE Dir. 2015/2366 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE», all'art. 4, par. 1, n. 3, definisce l'«operazione di pagamento» come «l'atto, disposto dal pagatore o per suo conto o dal beneficiario, di collocare, trasferire o ritirare fondi, indipendentemente da eventuali obblighi sottostanti tra il pagatore e il beneficiario». Sulle novità introdotte nei mercati finanziari dalla PSD2 v. V. LEMMA, *I servizi di pagamento*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2019, 286 ss.

¹² Sul punto cfr. G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, 19 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1997, 168 ss.

¹³ Cfr. M. SANTARONI, *Pagamenti internazionali (voce)*, in *Digesto, disc. priv., sez. comm.*, X, 441 ss.; T. TREVES, *Pagamenti internazionali (voce)*, in *Enc. giur.*, XXII, Roma, 1989.

però, la necessità di stabilire quale delle monete aventi corso legale nello Stato del pagatore, ovvero dell'*accipiens* (o una terza divisa concordata), debba essere utilizzata per l'adempimento dell'operazione economica. Nella normativa degli anni '50¹⁴, la *permutatio pecuniae* basata sul *Gold Standard* rendeva necessario il controllo dei cambi da parte degli Stati, in quanto gli ipotetici pagamenti eseguiti in oro su larga scala, in luogo del (possibile) meno conveniente uso della moneta, potevano comportare un incontrollato e rischioso drenaggio delle riserve auree nazionali, così da incidere sulla politica monetaria dello Stato del pagatore.

Per tale ragione i flussi in denaro in valuta estera sono governati dagli Stati secondo discipline assai risalenti, tali da conferire al settore dei *pagamenti internazionali* una forte rilevanza pubblicistica. L'intervento dello Stato nel settore dei cambi era (ed è), dunque, certamente ammissibile e, per certi versi, necessario nel quadro del generale principio della sovranità monetaria, ma rischiava di tramutarsi in una limitazione dell'autonomia dei privati nel commercio internazionale. Perciò una sempre maggiore apertura alle dinamiche del mercato in termini di liberalismo e delegificazione spiega gli interventi normativi degli anni '80 sui pagamenti transnazionali. Del resto, già il trattato costitutivo della CEE¹⁵ aveva previsto una generale liberalizzazione dei pagamenti tra gli Stati membri. Ciò ha reso necessaria una specifica attività di vigilanza sul settore dei pagamenti che contribuisse a governare un aspetto centrale dei traffici economici e delle relazioni di mercato anche internazionali. Per tale ragione le regole di natura privatistica non esauriscono le norme sul pagamento, le quali devono essere necessariamente coordinate con le regole più strettamente pubblicistiche, derivanti ormai sempre in misura maggiore dal contesto eurounitario.

¹⁴ Sull'evoluzione storica della progressiva apertura alle logiche di mercato della disciplina del settore bancario v. F. CAPRIGLIONE, *Un secolo di regolazione*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2019, 47 s.

¹⁵ Il Trattato che istituisce la Comunità Economica Europea, nel Titolo III, Capo 4, dedicato ai «Capitali» prevede al secondo comma dell'art. 67 che i «pagamenti correnti che concernono i movimenti di capitale fra gli Stati membri sono Liberati da qualsiasi restrizione al più tardi entro la fine della prima tappa».

2. La disciplina eurounitaria dei pagamenti – per ovvie ragioni storiche – ha iniziato ad occuparsi del relativo fenomeno quando il sistema bancario europeo era in fase avanzata di consolidamento. Ed anzi la *ratio* della normativa va ricercata nella regolazione dei mercati bancari e finanziari finalizzata ad agevolare la creazione e l'integrazione del mercato unico europeo. Una disciplina europea dei pagamenti porta con sé l'elemento della transnazionalità dell'esecuzione della prestazione e, dunque, dei «pagamenti internazionali» ed anche per tale ragione l'accezione di «pagamento» disciplinata è quella più restrittiva che riguarda il (solo) trasferimento di moneta (anche scritturale ed elettronica).

Se si guarda alla più recente normativa eurounitaria, si può osservare che il riferimento agli «strumenti di pagamento» nelle reti telematiche compiuto nella PSD2¹⁶ si impernia sulla nozione di «trasferimento di *fondi*» di cui all'articolo 4, punto 25. I «fondi» possono essere rappresentati (solo) dalle «banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE». Pertanto e per quel che rileva in questa sede, gli adempimenti eseguiti con mezzi diversi dai «fondi» non rientrerebbero tra gli strumenti di pagamento ammessi dal sistema SEPA¹⁷, là dove il concetto di pagamento include i trasferimenti di fondi (anche acausali) e persino gli «auto-pagamenti», ma eseguiti solo con strumenti monetari. In questo contesto deve essere letto il riferimento ai «fondi» contenuto nell'art. 3, par. 1, n. (7 ter)¹⁸, della recente «Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937»¹⁹,

¹⁶ Sulla *ratio* ed i profili evolutivi della nuova disciplina europea dei pagamento v. F. PORTA, *Obiettivi e strumenti della PSD2*, in F. Maimeri – M. Mancini (a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 2019, 23 ss., consultabile in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2019-0087/qrg-87.pdf>.

¹⁷ «SEPA» (*Single Euro Payments Area*).

¹⁸ La nozione va riferita ai «fondi ai sensi dell'articolo 4, punto 25, della direttiva (UE) 2015/2366».

¹⁹ La Relazione alla proposta MiCAR è consultabile in: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:f69f89bb-fe54-11ea-b44f01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF. Essa si inquadra nel «pacchetto sulla finanza digitale» (cfr. art. 3, par. 1, n. 3, MiCAR) ed è volta a delineare una disciplina delle «criptoattività», in coerenza con il regolamento (UE) 2022/858 (c.d.

nella più recente versione di cui alla Relazione del Parlamento Europeo²⁰ (di seguito per brevità: MiCAR). Con esso si intende rimarcare la differenza tra i beni che posseggono natura funzione monetaria dagli altri valori circolanti nel mercato.

La PSD2 agli artt. 15 e 22 ss. e il TUB all'art. 114-*quaterdecies* demandano la vigilanza sul trasferimento dei «fondi» ed, in particolare, sul settore dei pagamenti all'EBA e alla Banca D'Italia. L'assetto della vigilanza sui pagamenti è, però, destinato a modificarsi a causa dell'anzidetta proposta MiCAR. Invero tra le «cripto-attività» si è rivelata di particolare interesse una categoria di esse (diversa dai c.d. *token* di moneta elettronica) che è concepita *ab origine* per mantenere un «valore stabile facendo riferimento a qualsiasi altro valore o diritto o combinazione dei due, incluse una o più monete ufficiali di un paese»²¹; si tratta dei c.d. *stablecoin*²² concepiti per diventare nuovi strumenti di scambio (o di pagamento in senso lato). Tali cripto-attività si stanno sempre più diffondendo tra il pubblico a livello globale e, per tale ragione, sono costantemente monitorati dalle autorità finanziarie, in

PILOT), Regolamento (UE) 2022/858 DEL Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE, e con la «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014» (c.d. DORA), in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020AE5040&from=IT>.

²⁰ Consultabile in: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052_IT.pdf.

²¹ V. art. 3, par. 1, n. 3, della proposta MiCAR.

²² «Un'importante distinzione va fatta tra le criptoattività emesse a fronte di attività reali o finanziarie (fully-backed stablecoins) e quelle prive di tale supporto. Le prime, se adeguatamente regolamentate ed emesse da soggetti ben identificati, possono mantenere un valore relativamente stabile nel tempo e fornire servizi all'economia. Le altre – tra cui le cosiddette stablecoins con meccanismi di stabilizzazione basati su regole automatiche che adeguano l'offerta alle variazioni della domanda (algorithmic stablecoins) – sono prive di un valore intrinseco, connotate da un'elevata volatilità e, di conseguenza, esposte a significativi rischi di vendite improvvise; esse vengono per lo più utilizzate con finalità speculative. A seconda delle loro caratteristiche, le criptoattività possono quindi presentare diversi livelli di rischiosità, di cui la regolamentazione, nel disciplinarne la diffusione, deve tenere conto», così: *Considerazioni finali del Governatore, Relazione annuale*, Roma, 31 maggio 2022, 19, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2022/cf_2021.pdf. Sul concetto di *stablecoins* si rinvia alle efficaci considerazioni, con ampi richiami bibliografici, di F. MATTASOGLIO, *Intelligenza artificiale e moneta: grandi "poteri" e maggiori responsabilità. Alcuni motivi che inducono a riflettere circa l'urgente necessità di una moneta digitale del banchiere centrale*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 387 ss.

quanto la loro diffusione – ove non adeguatamente regolamentata²³ – potrebbe in un futuro prossimo modificare il settore dei pagamenti così da determinare nuovi rischi per la stabilità finanziaria e porre in crisi la politica e la sovranità monetaria²⁴ della UE. Sotto questo profilo la proposta MiCAR istituisce una nuova funzione di vigilanza demandata all’ESMA, volta a rilevare l’uso diffuso di nuove cripto-attività, che si affermino quale mezzo di scambio con funzione di pagamento, così da applicare a esse un diverso regime giuridico, appropriato rispetto alla funzione svolta concretamente nel mercato da ciascun nuovo bene dematerializzato in un determinato momento storico e in un’area di mercato definita.

Il concetto stesso di *pagamento* potrebbe così risultare ampliato sino a ricomprendere quali mezzi di estinzione delle obbligazioni pecuniarie anche alcune cripto-valute, ovvero sia attribuzioni patrimoniali non pecuniarie assimilabili alla sopradescritta nozione codicistica di «pagamento». Sotto questo profilo occorre ricordare che la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea ha equiparato a fini fiscali le cripto-valute alla moneta avente corso legale²⁵. Per tale ragione la disciplina delle DLT e la diffusione delle cripto-valute riaffermano la necessità di un controllo pubblico²⁶ sui mercati finanziari volto ad incrementare i

²³ Cfr. sul punto F. GRECO, *Gli smart contract nel settore bancario e finanziario*, in R. Giordano – A. Panzarola - A. Police - S. Preziosi - M. Proto (a cura di), *Il diritto nell'era digitale, Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, 2022, Milano, 192 ss.

²⁴ Vede il rischio di compromissione della sovranità monetaria a causa di un’eccessiva diffusione degli *stablecoin* V. SANTORO, *Considerazioni sulla moneta*, cit., 7 ss.; M. BELLINO, *Obiettivi e strumenti della PSD2*, in F. Maimeri – M. Mancini (a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 2019, 217 ss. consultabile in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2019-0087/qrg-87.pdf>

²⁵ Sotto il profilo tributario le operazioni di compravendita di bit coin (e delle altre cripto-valute) sono state equiparate alle «operazioni, compresa la negoziazione, relative a divise, banconote e monete con valore liberatorio» ai sensi dell’articolo 135, paragrafo 1, lettera e), della direttiva 2006/112/CE. In tal senso si è espressa Corte di Giustizia dell’Unione Europea, 22 ottobre 2015, C-264/14 – Skatteverket / D. Hedqvist, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62014CA0264&from=IT>, poi trasfusa nella risoluzione dell’Agenzia delle Entrate, 2 settembre 2016, n. 72/E, in https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/302984/Risoluzione+n.+72+del+02+settembre+2016_RISOLUZIONE+N.+72+DEL+02+SETTEMBRE+2016E.pdf/8e057611-819f-6c8d-e168-a1fb487468d6.

²⁶ Sui limitati poteri dei banchieri centrali a seguito del diffondersi della finanza digitale v. di F. MATTASOGLIO, *Intelligenza artificiale e moneta: grandi “poteri” e maggiori responsabilità*.

benefici e la riduzione dei rischi derivanti dalla finanza digitale²⁷ per le imprese e i consumatori²⁸, anche attraverso il potere statale (o eurounitario) in materia di politica e sovranità monetaria.

3. La definizione delle diverse categorie di “cripto-attività”²⁹ si rivela particolarmente complessa³⁰ giacché esse, sotto il profilo tecnologico, rappresentano una categoria unitaria ancorché eterogenea, riconducibile ai documenti informatici crittografati circolanti su reti DLT che incorporano un diritto o un valore e possono essere negoziati a distanza. È evidente che si tratta di una nozione assai ampia, la quale, in ossequio al principio di neutralità tecnologica, deve ricomprendere anche le tecnologie analoghe³¹ e può, quindi, riferirsi persino a fenomeni non ancora noti. Nei mercati finanziari le cripto-attività si frammentano in ipotesi qualificatorie tra loro assai differenti, talvolta riconducibili ai prodotti

Alcuni motivi che inducono a riflettere circa l'urgente necessità di una moneta digitale del banchiere centrale, cit., 381 ss.

²⁷ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE [COM(2020) 591].

²⁸ Sui vantaggi della finanza digitale per i diversi soggetti giuridici dei mercati finanziari cfr. Libro Verde su «La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita», in https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf, particolare 21 ss. Pone l'attenzione sulle nuove sfide per la tutela della clientela rispetto all'acquisto di cripto-attività la *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, Roma, 2022, 23 ss., in <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-cripto.pdf>.

²⁹ Inizialmente la proposta MiCAR, all'art. 3, definiva le cripto-attività come «una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga». A seguito della revisione operata dal Parlamento Europeo, la relativa nozione è quella di «una rappresentazione digitale di un valore o un diritto che utilizza la crittografia a scopo di sicurezza e si presenta sotto forma di moneta o token o qualsiasi altro supporto digitale e che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga».

³⁰ Le difficoltà di trovare una definizione univoca delle «criptovalute» è segnalata da G.L. GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, in M.T. Paracampo (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 201 ss.; M. PALAZZO, *Blockchain e cripto-attività*, in R. Giordano - A. Panzarola - A. Police - S. Preziosi - M. Proto (a cura di), *Il diritto nell'era digitale*, cit., 213 ss. Cfr. in tema di qualificazione delle cripto-attività anche ESMA, *Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 18 ss., in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

³¹ V. Art. 3, par.1, n. 2, proposta MiCAR.

finanziari o alla moneta elettronica³² o ad altri strumenti di pagamento o di investimento. Ciascuna di tali categorie andrà poi concretamente ascritta ad uno dei differenti silos normativi del mercato finanziario, sempre in ossequio al principio «stessa attività, stessi rischi, stesse norme».

Gli stessi *bitcoin*³³ sono degli strumenti tecnologici concepiti – almeno originariamente – per affiancare o sostituire la moneta legale come mezzo di pagamento e, solo in séguito, si sono trasformati in prodotti da investimento e di speculazione caratterizzati da un’elevata volatilità. Occorre, quindi, stabilire quando una cripto-attività sia ascrivibile alla categoria degli strumenti di pagamento³⁴ e possa, pertanto, essere ascritta alla nozione di «fondi». Tale compito deve essere affidato a nuovi modelli di supervisione finanziaria con funzioni analisi e qualificazione dei nuovi prodotti dei mercati finanziari, ma non può prescindere da regole certe che riducano al minimo la discrezionalità delle autorità di settore.

Le cripto-attività, anche se dotate di un valore stabile e perciò idonee ad essere utilizzate come bene mobile di scambio largamente accettato su rilevanti segmenti del mercato (come avviene per altre tipologie di beni mobili tra i quali, ad esempio, l’oro e i buoni del tesoro), non possono essere considerate una «moneta legale» nell’accezione sopra richiamata. A tale assunto va ricondotta la scelta del legislatore europeo di non fare riferimento all’espressione «cripto-valute» portatrice di un’intrinseca connotazione monetaria e di utilizzare (nella traduzione italiana) la più ampia e meno caratterizzata nozione di «cripto-attività».

³² Sulla nozione di «moneta elettronica» e sul carattere preminente di «rimborsabilità» v.: V. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d’Italia*, 2001, 12 ss.

³³ G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 2. Sulle caratteristiche dei *bitcoin* e le differenze con la moneta v. M. LORIZIO, *Criptovalute – Profili economici*, in V. Cuocci – F.P. Lops – C. Motti (a cura di), *La circolazione della ricchezza nell’era digitale*, *Atti della Summer School*, Pisa, 2020, 202 ss.

³⁴ Le tecnologie DLT possono essere utilizzate, anche, per l’emissione di moneta digitale da parte delle banche centrali, come nel caso del progetto sul «digital euro» (v. European Central Bank, *Report on a digital euro, October 2020*, in https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.it.pdf#page=27, 41 s.) che si trova – al momento – ancora allo stato iniziale e non rientrerebbe, comunque, nell’ambito di applicazione del MICAR per espressa esclusione della BCE dal novero dei soggetti regolati [v. art. 2, par. 3, lett. a) proposta MiCAR].

Il trasferimento di cripto-attività, ove non abbia effetto liberatorio *ex lege*, può avere effetti estintivi di un'obbligazione solo su base convenzionale e si sostanzia, quando riguarda operazioni di scambio, in una fattispecie concreta riconducibile alla permuta o in una mera *datio in solutum* e non in un *pagamento* in senso stretto. Sotto questo aspetto le cripto-attività dovrebbero essere assimilate a tutti i «surrogati della moneta» ed, in particolare, alla «moneta complementare»³⁵, in alternativa alla «moneta legale». Gli «stablecoins», essendo beni di scambio affidabili, dotati di valore costante in ragione del proprio diretto collegamento con le valute correnti, presentano caratteristiche più simili alla moneta e si prestano facilmente, quindi, ad una «funzione di pagamento» intesa in senso lato come attribuzione patrimoniale.

I nuovi beni tokenizzati (ad alta base tecnologica) sono negoziabili a distanza con bassi costi di intermediazione e divengono, pertanto, un valido strumento di scambio *convenzionale* (e non ancora *legale* nel senso precedentemente chiarito). Tuttavia, le cripto-attività equiparate legalmente alla «moneta elettronica» sono – a pieno titolo – un mezzo di pagamento rientrante nel sistema SEPA, il cui mercato di riferimento è vigilato dall'EBA e della Banca d'Italia.

Per altro verso, le cripto-attività non sono assimilabili agli «strumenti finanziari»³⁶ regolati dalla MiFID 2³⁷, tuttavia, stabilire in concreto se esse abbiano natura finanziaria o fungano da mezzo di pagamento può rivelarsi un'operazione

³⁵ G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 61 ss.; F. MOLITERNI, *Criptovaluta, valuta digitale moneta elettronica e modelli di circolazione*, in F. Maimeri – M. Mancini (a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 2019, 192 ss. consultabile in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2019-0087/qrg-87.pdf>.

³⁶ Sulla (assenza di) natura finanziaria delle criptovalute v. P. DE BIASI, *La natura finanziaria delle cripto-attività*, in V. Cuocci – F.P. Lops – C. Motti (a cura di), *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, cit., 202 ss. cfr. anche M.T. PARACAMPO, *La consulenza su cripto-attività nella proposta di regolamento europeo MiCA tra presunte equivalenze e distonie normative con Mifid 2*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, 234 ss.

³⁷ La nozione di «strumento finanziario» si ricava dal rinvio di cui all'art. 4, par. 1, punto 15, della direttiva 2014/65/UE (MiFID2), alla sezione C, dell'allegato I, della medesima direttiva.

dall'esito incerto e, comunque, opinabile anche in sede giudiziaria.

Nella prospettiva di un aumento della complessità della finanza³⁸, il Parlamento europeo, nella relazione alla proposta MiCAR, ha ritenuto di dover demandare all'ESMA il compito di elaborare delle linee guida sui i criteri e le condizioni per le quali una cripto-attività debba essere ritenuta sostanzialmente equivalente a uno strumento finanziario a prescindere dalla sua forma³⁹. Una simile scelta dovrebbe garantire uniformità di qualificazione nel sistema europeo e sarebbe dotata dell'autorevolezza e della specializzazione dell'ESMA. Tuttavia, con riferimento ai profili qualificatori, sarebbe stata preferibile una disciplina di rango primario, che vincolasse maggiormente il giudice nell'applicazione delle definizioni dei prodotti finanziari contenute nelle altre norme di settore.

Va osservato come appaia quantomeno singolare che sia demandato ad un'autorità di vigilanza il potere di qualificare le diverse categorie dei beni del mercato finanziario vigilato, con l'effetto di autodefinire gli ambiti della propria competenza oggettiva e, per esclusione, quelli delle altre autorità con funzioni contigue.

4. Le nuove cripto-attività tokenizzate non possono essere considerati né strumenti finanziarie, né monete, in senso proprio e devono dunque essere qualificati come nuovo bene dematerializzato incorporato (e, dunque, rimaterializzato) in un token. Si deve rilevare, in questa prospettiva e sulla base

³⁸ Sui rischi determinati dalla maggiore complessità derivante dall'apertura dei mercati finanziari alle cripto-attività v. Camera dei Deputati, *VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale, Audizione della CONSOB, Commissario Paolo Ciocca*, Roma 8 giugno 2021, 5 ss., in https://www.consob.it/documents/46180/46181/Audizione_Ciocca_20210608.pdf/5afb8b1e-108e-4fae-ace7-ffe79ca56281.

³⁹ Così: art. 2, par. 2 bis, comma 2, proposta MiCAR. La necessità di una puntuale regolazione del nuovo fenomeno delle criptovalute è segnalato da: N. RUCCIA, *Criptovalute e modelli di sorveglianza*, in F. Maimeri – M. Mancini (a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 2019, 221 ss., consultabile in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2019-0087/qrg-87.pdf>.

della recente disciplina in materia consumeristica⁴⁰, come alcune di esse possano essere sussunte nella nozione di «bene»⁴¹ oggetto di vendita (dotata di carattere imperativo⁴²).

L'area del mercato delle cripto-attività deve, dunque, essere definito in modo residuale⁴³ rispetto alla moneta, ai depositi e agli strumenti finanziari, individuando le differenze tra i vari fenomeni sul piano funzionale e non tecnologico. La questione non è puramente tassonomica, ma, al contrario, attiene alla definizione dei confini di una nuova area di mercato regolamentato che si pone in una posizione intermedia tra i tradizionali strumenti di pagamento e gli strumenti finanziari⁴⁴.

Depone a favore di tale assunto l'art. 82 della proposta MiCAR secondo cui

⁴⁰ Il Codice del consumo (D.lgs 6 settembre 2005, n° 206) è stato novellato dal D.lgs 4 novembre 2021, n. 170, in «Attuazione della direttiva (UE) 2019/771 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, relativa a determinati aspetti dei contratti di vendita di beni, che modifica il regolamento (UE) 2017/2394 e la direttiva 2009/22/CE, e che abroga la direttiva». In particolare, il nuovo Capo I, «Della vendita di beni», comprendente gli articoli da 128 a 135-septies, e all'art 128, n. 3, prevede che le disposizioni in esso contenute «si applicano ai contenuti digitali o ai servizi digitali incorporati o interconnessi con beni, ai sensi del comma 2, lettera e), numero 2), i quali sono forniti con il bene in forza del contratto di vendita, indipendentemente dal fatto che i predetti contenuti digitali o servizi digitali siano forniti dal venditore o da terzi. Quando è dubbio se la fornitura di un contenuto o di un servizio digitale incorporato o interconnesso faccia parte del contratto di vendita, si presume che tale fornitura rientri nel contratto di vendita».

⁴¹ In particolare, la definizione, di cui all'art. 128 Cod. Cons., riguarda: «qualsiasi bene mobile materiale che incorpora, o è interconnesso con, un contenuto digitale o un servizio digitale in modo tale che la mancanza di detto contenuto digitale o servizio digitale impedirebbe lo svolgimento delle funzioni proprie del bene ("beni con elementi digitali")».

⁴² V. Art. 135-sexies «Carattere imperativo delle disposizioni», Cod. cons.

⁴³ V. Art. 2 MiCAR. Sul punto v. D.A. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D.W. ARNER – R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, in EBI Working Paper Series, 2020, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395, 12 ss.

⁴⁴ Chiariscono come la qualificazione del prodotto sia determinante per l'individuazione della normativa applicabile ai fini della determinazione dell'autorità di vigilanza competente: D.A. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D.W. ARNER – R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, 8. Osserva M. PELLEGRINI, *Transparency and Circulation of Cryptocurrencies*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2022, 7, «With reference to the classification of clients within the different categories, the circulation of cryptocurrencies in a regulated environment must take into account the ability to adequately assess the content of the contractual proposals and, consequently, the risks of the investment, as well as the economic availability and the presence (if any) of forms of control of a public nature represent essential elements in order to modulate the content of the intermediaries' duties in the panorama outlined by MiFID II».

debbono essere l'ESMA, l'ABE e le autorità nazionali competenti – *congiuntamente* – a disporre dei poteri di vigilanza e di indagine sul mercato delle cripto-attività. Ma ancor più interessante si rivela, a questo proposito, l'art. 40 bis⁴⁵ introdotto dal Parlamento europeo, il quale disciplina un prodotto che si potrebbe definire “crisalide”, ovvero sia un prodotto nato come *token collegato ad un'attività significativa*, che si tramuta, nel tempo, in forza di un ampio utilizzo nel mercato come mezzo di scambio (o di pagamento in senso lato), in un «*quasi token di moneta elettronica*». Tale prodotto perde, così, gli originari connotati della mera cripto-attività e viene sottratta alla sfera di competenza dell'ESMA per divenire “farfalla” e volare nel campo degli strumenti di pagamenti, *sub specie* di moneta elettronica, sotto la vigilanza dell'EBA. Il modello dell'attività di vigilanza si innova, così, con compiti qualificatori connessi al successo dei prodotti nei diversi segmenti dei mercati di riferimento.

In altre parole, le cripto-attività non hanno natura monetaria *ex lege*, ma devono prima ottenere una larga approvazione dei mercati affinché possa essere considerate uno nuovo «strumento di pagamento», venendo successivamente ricondotte alla moneta elettronica legalmente riconosciuta come mezzo di pagamento. Non è, pertanto, affatto certo che un prodotto «ingegnerizzato» per divenire un nuovo mezzo di pagamento tecnologico possa assolvere la funzione ipotizzata *ab origine* e, quand'anche la consegua, può perderla nel tempo per effetto dello scarso utilizzo, della volatilità del suo valore o dell'uso speculativo che

⁴⁵ L'art. 40 *bis*, rubricato «Quasi token di moneta elettronica e token collegati ad attività di pagamento», aggiunto dalla Relazione alla proposta MiCAR, prevede che «Qualora l'ESMA ritenga che un token collegato ad attività significativo sia ampiamente utilizzato per i pagamenti nell'Unione, l'ESMA chiede un parere all'ABE. Qualora l'ABE concluda, previa consultazione della BCE e delle banche centrali pertinenti degli Stati membri la cui moneta non è l'euro, che il token collegato ad attività significativo sia diventato ampiamente utilizzato come mezzo di scambio, il token collegato ad attività è riclassificato come quasi token di moneta elettronica e le responsabilità di vigilanza sono trasferite all'ABE. L'ABE chiede all'emittente di quasi token di moneta elettronica significativi di rispettare gli stessi obblighi in relazione all'emissione e alla rimborsabilità prevista per gli emittenti di token di moneta elettronica in conformità dell'articolo 4, paragrafo 4, senza pregiudicare l'applicazione di ammende e sanzioni più elevate per i token collegati ad attività significativi».

su di esso si dovesse concentrare.

Si evidenzia, in tal modo, la ricorrente natura ancipite o metamorfica di talune cripto-attività sulle quali le autorità di settore dovranno vigilare, la cui effettiva qualificazione può mutare nel tempo secondo valutazioni che prescindono dalla loro struttura e deriva – *ex post* – dal «successo» che possono ottenere sul mercato⁴⁶.

Tali aspetti andranno analizzati sulla base di parametri – non compiutamente definiti nella proposta MiCAR – riferiti al dato statistico relativo al numero delle transazioni eseguite, alla rilevanza economica di ciascun trasferimento e alla densità dei pagamenti effettuati in un determinato spazio commerciale mediante lo strumento sottoposto a valutazione. Tuttavia, la valutazione non potrà essere limitata alla sola efficienza economica e dovrà essere estesa anche alla sostenibilità energetica e ambientale di ciascun nuovo prodotto, sulla base delle tecnologie e delle esigenze ambientali esistenti in un dato momento storico.

Si può, quindi, affermare che l'informatica contemporanea, in forza della crittografia e delle DLT, riduce la differenza tra «moneta», «prodotti finanziari» e «beni dematerializzati» nella loro funzione biunivoca di strumenti di scambio (nonché di pagamento⁴⁷) e di investimento, creando anche un'osmosi di prodotti nei diversi mercati regolamentati e una sovrapposizione nelle competenze fra gli

⁴⁶ Cfr. D.A. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D.W. ARNER – R.P. BUCKLEY, cit., 7 s., «Tokens are also often structured as hybrids with payment, securities and utility characteristics, with risks mutating over time depending on a number of internal and external factors. This renders the risk assessment relating to crypto-assets a particular challenge».

⁴⁷ «The difference between electronic money and scriptural money in their practical use is very negligible and often poses issues in the treatment of innovative business models and payment solutions, which is expected to exacerbate further with the broader rollout of crypto assets. In addition, the bookkeeping on the large majority of payment accounts and electronic money accounts is done electronically and usually relies on the use of the same back-end systems for processing payment services and electronic money-related services, thus making the delineation between these services somewhat artificial», così: EBA, *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market (PSD2)*, 23 June 2022, 28, in https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Opinions/2022/Opinion%20od%20PSD2%20review%20%28EBA-Op-202206%29/1036016/EBA%27s%20response%20to%20the%20Call%20for%20advice%20on%20the%20review%20of%20PSD2.pdf.

enti di vigilanza. Le conseguenze di tali novità sul piano della politica monetaria, del contrasto transazionale al riciclaggio e della tutela del consumatore, paiono un fenomeno ancora di dimensioni limitate, ma delineano un piano d'indagine assai rilevante sotto il profilo teorico-applicativo, ponendo nuove sfide per le autorità di vigilanza⁴⁸.

L'importanza della supervisione finanziaria⁴⁹ nel settore dei «pagamenti senza moneta» è fondamentale al fine di mantenere un controllo sull'economia e il primato della politica eurounitaria, anche rispetto al prevedibile ingresso nel mercato dei capitali delle grandi multinazionali del settore dell'IT e delle loro (cripto)monete private⁵⁰. La vigilanza sui pagamenti non può essere circoscritta ai soli trasferimenti monetari, ma deve oggi estendersi all'ampia categoria degli spostamenti patrimoniali, rientranti nell'ampia e soprammenzionata nozione codicistica di adempimento, così da ricomprendervi anche gli scambi o i trasferimenti di cripto-attività o beni analoghi aventi, nel mercato, una riconosciuta funzione di pagamento.

Raimondo Motroni

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Sassari*

⁴⁸ Cfr. R. MASERA, *La vigilanza in una visione olistica: prospettive e ipotesi per la "moneta senza Stato" e la regolazione finanziaria UE*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, 266 ss. Cfr. anche N. RUCCIA, *op. cit.*, 227 ss.

⁴⁹ L'importanza delle Autorità di controllo nel settore dei pagamenti regolato dalla PSD2 è descritta da N. DE GIORGI, M.I. VANGELISTI, *La funzione di sorveglianza sul sistema dei pagamenti in Italia. Il provvedimento della Banca d'Italia del 18.9.2012 sui sistemi di pagamento al dettaglio*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 76 giugno 2014 - settembre 2014 numero 77, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-giuridici/2014-0077/QRG-77.pdf>.

⁵⁰ Segnalava la «rivoluzione» in fieri derivante dalla diffusione di nuovi sistemi di pagamento nei rapporti P2P amplificata dal *mobile* e dalla *user experience* R. FERRARI, *L'era del Fintech, La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Milano, 2016, 51 ss. Pone l'accento sulle innovazioni derivanti dall'ingresso nel settore dei pagamenti delle «grandi *digital companies* identificate con l'acronimo GAFA (Google, Amazon, Facebook, Apple)» A. ANTONUCCI, *Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2018, 561 s.

SOSTENIBILITÀ DELLA GOVERNANCE E FORME DI SUPERVISIONE IN UNA PROSPETTIVA EUROPEA *

(Sustainability of governance and forms of supervision in a European perspective)

ABSTRACT: *As a result of the crisis in our financial system, efforts have been made over the years to find a solution that can deal with pathological situations capable of having devastating repercussions not only on the present but also on future generations.*

The effect of difficult market conditions (i.e. the global epidemic given by Covid-19), protectionist pressures and increased geopolitical risks (i.e. Brexit or the conflict in Ukraine) have been raising a pursuit of stability and certainty, protection of human dignity, and bringing the concept of solidarity into the cultural debate, in a subtle balancing act between the environment and the ecosystem.

Indeed, with Covid-19 we have witnessed a shift from economic policies based on the concept of austerity to a concept of social economy. There has been a real transition from a purely free-market capitalist economy to an economy characterized by solidarity capitalism. Sustainability becomes a paradigm of good governance, founding its assumption as a declination of rule of conduct of the banking-derived principle of sound and prudent management.

Sustainability is a concept that prevents risk and crisis, attracts individuals who invest in a portfolio logic, provides greater protection for investors, and allows supervisory authorities to monitor more closely the day-to-day activities of supervised companies.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Dal Trattato di Maastricht al green deal europeo: un percorso verso la sostenibilità delle politiche dell'UE. - 3. La regolazione europea per l'integrazione delle preferenze di sostenibilità nella corporate governance. - 4. Interesse alla sostenibilità e regole di governance. - 5. Sostenibilità e fiduciary duty nel mercato dei capitali- 6. Alcuni (s)punti di riflessione - 7. Conclusioni.

Nel corso del convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive” - tenutosi nel mese di giugno 2022 all'interno delle attività scientifiche programmate nell'ambito del PRIN 2020 dal titolo “*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*” - il Professor Francesco Capriglione ha indicato talune prospettive che orientano le presenti riflessioni verso la valutazione delle forme di supervisione che possano assicurare l'implementazione, da parte delle imprese regolamentate, di una *governance* sostenibile all'interno del mercato dei capitali.

Trattasi di indicazioni rilevanti ed innovative che - nell'affrontare gli ambiti tecnico-giuridici dell'intervento pubblico nell'economia - pongono l'accento su temi etico-morali connessi alla regolamentazione dei mercati, suggerendo un orientamento dell'intervento pubblico verso l'obiettivo di evitare fenomeni economici “patologici che possano avere dei riflessi devastanti per le generazioni future”.

Pertanto, appaiono meritevoli di considerazione i limiti posti dalle autorità competenti all'autonomia privata nella configurazione della *corporate governance*. Ed invero, in tale ambito, andranno approfondite le forme giuridiche e le modalità tecniche indicate dal regolatore, per verificare che le medesime possano coniugare, all'interno del processo decisionale di un'impresa, lo scopo di lucro (dei soci) e le esigenze di sostenibilità (della collettività di riferimento). Sicché, nel soffermarsi sui fattori che intervengono nell'attività e nell'organizzazione di un'impresa regolamentata, andranno analizzate anche le regole volte ad imporre agli

amministratori una costante riferibilità ad uno ‘sviluppo sostenibile’ (che – come precisato nel corso del convegno testè indicato – dovrebbe essere ricondotto, per un verso, alle nuove frontiere dell’«economia circolare» e, per altro, ai fattori ESG).¹

Nel richiamare i risultati delle analisi condotte in ordine alle forme di intervento pubblico sulla *corporate governance* appare utile muovere dalle indicazioni della dottrina in ordine ai fondamenti delle opzioni regolamentari *in subiecta materia*. Trattasi di opzioni che, nell’aver riguardo ad una lettura macroeconomica del fenomeno imprenditoriale, dovranno esser assunte da un regolatore pienamente consapevole dell’attuale fase di *transizione* del sistema economico internazionale: da un capitalismo liberista ad un capitalismo solidale.²

Ai fini della presente indagine, va considerato che detta transizione è riflesso di scelte di natura politica (riferibili alla liberalizzazione degli scambi e alla deregolamentazione delle attività)³ e operativa (riveniente da un’accelerazione nell’applicazione della tecnologia informatica e crittografica);⁴ scelte che - al presente - hanno prodotto, nel tempo, nuovi bisogni di protezione degli individui (o meglio dei loro diritti individuali e delle libertà personali) e di tutela della stabilità del sistema finanziario.⁵

A ben considerare, le recenti situazioni emergenziali - nel metter a dura

¹ Così F. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive – discorso introduttivo*, relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”.

² Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d’impresa e sviluppo sostenibile (Corporate Social Responsibility and Sustainable Development)*, in *Rivista trimestale del diritto dell’economia*, 2022, pag. 5 ss.

³ Utile il rinvio al classico lavoro di JENSEN, *Corporate Control and the Politics of Finance*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991, Vol. 4, No. 2, p. 13 ss.

⁴ Cfr. V. LEMMA, *Fintech regulation*, Cham, 2020, *passim*, ove si evidenzia il fenomeno di imprese che - attraverso attività alternative a quelle tradizionali - che, in modalità variegata, mettono in relazione i soggetti bisognosi di capitale con altri disponibili a soddisfare tale bisogno attraverso operazioni di finanziamento.

⁵ Danno origine, se vogliamo, ad una sorta di rivoluzione copernicana della fenomenologia della conoscenza dei mercati dei capitali; cfr. F. CAPRIGLIONE – M. SEPE, *Riflessioni a margine del Diritto dell’economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *Rivista trimestale del diritto dell’economia*, 2021, p. 385 ss.

prova il sistema mondiale economico (ad esempio, la *Brexit*, l'epidemia da Covid-19 e la Guerra in Ucraina) - hanno evidenziato l'esposizione - di imprese e investitori - ai rischi di natura geopolitica ed ambientale. Ed invero, tali emergenze hanno consentito al pubblico di percepire una condizione di instabilità ed incertezza del mercato dei capitali, con evidenti pressioni atte a condizionare i comportamenti delle imprese e, per tal via, le dinamiche di mercato (dove le conseguenze economico-sociali riscontrate da autorevoli studiosi).⁶

Ciò posto, appare utile tener presente che i futuri interventi regolamentati in materia di *corporate governance* dovranno aver riguardo agli sviluppi del concetto di *solidarietà* e di *sostenibilità*; sviluppi che - nel corso del convegno dianzi citato - sono apparsi convergenti verso la ricerca di un equilibrio tra ambiente ed economia. Pertanto, è stato possibile riscontrare un risultato comune - e condiviso dagli studiosi intervenuti al dibattito scientifico testé indicato - riferibile al bisogno di opzioni disciplinari compatibili con i noti fini di utilità sociale cui si informa il nostro ordinamento.⁷ Da qui, la sfida per i *policy makers*, chiamati alla definizione di un intervento regolamentare che soddisfi il rinnovato bisogno di tutela della *dignità dell'uomo*.⁸

⁶ Cfr. R. MASERA, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione europea. Le sfide del. Coronavirus e di Basilea IV*, ECRA, 2021, passim.

⁷ Così F. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive – discorso introduttivo*, relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”

⁸ Così F. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive – discorso introduttivo*, relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”. Osservando tali fenomeni più da vicino, il Professore Capriglione ha sostenuto che si può dedurre che rispetto alla prima grande crisi finanziaria degli anni 70 (c.d. crisi petrolifera del 1973), la crisi pandemica presenta tematiche complesse, ma che sono meno impattanti sulle “modalità tecniche della regolamentazione”.

La pandemia ha portato, ad opinione del Professore Capriglione, ad un abbandono di politiche economiche fondate sul concetto di *Austerità* per un passaggio ad un'economia improntata al sociale. L'emergenza Covid ha, se vogliamo, garantito quella spinta necessaria per “includere nelle attività economico-finanziarie processi volti a tenere in conto dell'ambiente e dell'equilibrio del ecosistema”.

2. In tale premessa - e avendo riguardo al mercato dei capitali - assume particolare rilievo la questione in ordine alla “*accountability*” degli amministratori delle imprese vigilate con riguardo ad *obiettivi ulteriori* rispetto al fine di lucro (o ad altri scopi enunciati nello statuto dell’impresa).⁹ Ciò in quanto gli obiettivi assegnati agli amministratori rappresentano un elemento della *corporate governance*, per cui la sostenibilità di quest’ultima non potrà esser rimessa ad una mera presa di coscienza (dei soci o degli amministratori, su base volontaria). Per converso, quel che si intravede è la possibilità di un intervento pubblico che imponga regole comportamentali di nuovo tipo rispetto a quelle che, sinora, il diritto comune prescrive alla generalità degli imprenditori.¹⁰

Alla luce di quanto precede appare possibile ipotizzare che i regolatori interverranno sul compendio normativo che prescrive agli intermediari di predisporre un programma di attività e una relazione sulla struttura organizzativa, da presentare all’autorità nazionale competente al momento dell’accesso al mercato. Utile rilevare, altresì, la previsione di un obbligo siffatto (comune alla maggior parte degli enti creditizi e delle altre imprese vigilate), tale da consentire di avviare una forma di supervisione sulla sostenibilità del programma e, quindi, sulla adeguatezza della struttura aziendale rispetto ai fini imposti dalla regolazione speciale in materia ambientale. A ben considerare, una parte della dottrina ha già ipotizzato che la sostenibilità sia una condizione necessaria per la sana e prudente

La popolazione mondiale si è ritrovata a riflettere sull’importanza del “non abuso” della natura, ridando vita ad una visione “socio-economica incentrata sulla sostenibilità”. Si parla di una nuova cultura fondata su un’economia sociale. Tale rivoluzione del pensiero avviene tramite la legittimazione della possibilità di un approccio innovativo che conduca a cicli di riproduzione improntati ad una ricerca quasi innata di miglioramento della situazione odierna. Si tratta, come sostenuto dal Professore Capriglione, di una vera e propria “transizione al nuovo”.

La transizione al nuovo viene intesa in un’ottica di ricerca di una nuova frontiera di finanza sostenibile per supplire al bisogno di uno sviluppo sostenibile incentrato sull’implementazione sui c.d. criteri sociali, ambientali e di buone prassi di governo aziendale nelle decisioni di finanziamento (definiti anche *Enviromental, Social and Governance*).

⁹ M. E. PORTER – M. K. KRAMER, *Strategy & Society. The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, in *Harvard Business Review*, 2006, pp. 1 ff.

¹⁰ A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, fasc. 3, 1° giugno 2022, pag. 372 ss.

gestione di un'impresa che opera nel mercato dei capitali.¹¹

Trattasi di un'interpretazione che, per certi versi, appare riferibile ad elementi consolidati del diritto europeo e, in particolare, al disposto dell'articolo 3, paragrafo 3, del c.d. Trattato di Maastricht del 7 febbraio 1992 (il quale mirava a instaurare un mercato interno che operasse per lo sviluppo sostenibile, basato, *inter alia*, su una crescita economica equilibrata e un alto livello di tutela e miglioramento della qualità dell'ambiente).¹²

Ciò posto, appare utile ricordare che il concetto di sostenibilità e di sviluppo sostenibile vengono affrontati per la prima volta all'interno del Rapporto Brundtland delle Nazioni Unite del 1987, secondo il quale «[...] *humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*».¹³ Nonostante siano passati quasi trentacinque anni, queste parole rappresentano una sorta di carta dei valori che impone ai regolatori europei di guidare lo sviluppo di un sistema economico improntato sulla salvaguardia della dignità dell'uomo e delle generazioni future, quantomeno con riferimento alle imprese che operano nel mercato interno.

A valle di tale Rapporto, si rinvengono numerosi progetti, proposte e idee finalizzate alla creazione di una regolamentazione comune. L'adesione a tale

¹¹ Cfr. Così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

¹² Sicché non ci si può limitare a considerare che, a quel tempo, l'Europa si era già mostrata sensibile al concetto di finanza ed investimento sostenibile, ma appare necessario verificare se - a partire da tale statuizione normativa vi fosse un'intenzione programmatica di orientare le prassi degli organismi europei verso l'obiettivo dello sviluppo sostenibile; cfr. Trattato sull'Unione Europea, art. 3. Co. 3, il quale stabilisce che «[...] l'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico»; Sul punto si rimanda anche al Regolamento 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, considerando n. 1.

¹³ Cfr. Cit. *United Nations, Report of the World Commission on Environment and Development, Our Common Future*, 1987, pag. 15.

impostazione, infatti, è stata globale e ha portato ad una maggiore consapevolezza di quanto importanti ed attuali siano i temi di implementazione dei fattori ESG. Sia consentito, ai fini di ancorare la presente indagine ad un compendio di documenti condivisi, far riferimento *i)* all'UN Global Compact adottato dalle Nazioni Unite nel 2000 e alle OECD Guidelines for Multinational Enterprises; *ii)* all'agenda 2030, definita come un vero e proprio «programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità»¹⁴, finalizzata allo sviluppo degli obiettivi sostenibili e riguardante le tre dimensioni della sostenibilità (*governance* economica, sociale ed ambientale)¹⁵; *iii)* all'accordo di Parigi, trattato internazionale giuridicamente vincolante sul cambiamento climatico, con il quale vengono per la prima volta incanalati i flussi finanziari coerentemente con il raggiungimento di effetti resilienti ai cambiamenti climatici¹⁶; e *iv)* al piano di azione dell'8 marzo 2018 (di seguito "Piano d'azione"), «[...]per la realizzazione di un sistema finanziario che sostenga il programma dell'Unione per il clima e lo sviluppo sostenibile».¹⁷

In particolare, appare utile considerare nello specifico che il Piano d'azione reca una serie di "step" volti ad indirizzare gli Stati membri al raggiungimento di uno sviluppo sostenibile, tra i quali rilevano, *inter alios*, *i)* la creazione di un linguaggio comune per la finanza sostenibile (c.d. tassonomia), finalizzato all'identificazione di cosa possa essere intesa per finanza sostenibile e quali ambiti di investimento sostenibile sono classificabili come maggiormente rilevanti; *ii)* la promozione e l'implementazione dei fattori di sostenibilità; e *iii)* l'integrazione della sostenibilità

¹⁴ Cfr. Cit. Per la definizione si rimanda al sito ufficiale delle Nazioni Unite.

¹⁵ Cfr. Regolamento 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, considerando n. 2.

¹⁶ Cfr. Accordo di Parigi, art. 2, lett. 1) par. c): «[...] *making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development*». Sul punto si rimanda anche al considerando 3 del Regolamento 2020/852.

¹⁷ Cit. per la definizione completa si rimanda al sito ufficiale della Commissione europea Finanza sostenibile.

all'interno dei requisiti prudenziali.¹⁸

Conseguentemente, si versa in presenza di elementi concreti cui le autorità di regolazione e di supervisione potranno aver riguardo per adeguare le forme del loro intervento agli obiettivi di sostenibilità dianzi indicati.

3. Alla luce di quanto precede appare chiaro che gli interventi regolamentari di matrice europea appaiono destinati ad influenzare la diffusione di una *corporate governance* che presenti indubbi elementi di sostenibilità, vuoi per l'imposizione di obblighi specifici per le imprese regolamentate, vuoi per la diffusione di *best practices* che potranno esser adottate da tutti gli operatori del mercato. Viene, quindi, in luce la proposta di una serie di interventi legislativi finalizzati alla promozione della finanza sostenibile, adottata dalla Commissione europea nel contesto del più ampio progetto del *Green Deal europeo*.¹⁹

Significativa, ai fini della presente indagine, è poi la riferibilità di tale

¹⁸ Cfr. Regolamento 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, considerando n. 6, il quale sostiene che «nella comunicazione dell'8 marzo 2018, la Commissione ha pubblicato il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, lanciando un'ambiziosa strategia globale sulla finanza sostenibile. Uno degli obiettivi fissati nel piano d'azione è il riorientamento dei flussi di capitali verso investimenti sostenibili finalizzato al raggiungimento di una crescita sostenibile e inclusiva. L'istituzione di un sistema di classificazione unificato per le attività sostenibili costituisce l'azione più importante e urgente prevista dal piano d'azione. Il piano d'azione riconosce che lo spostamento dei flussi di capitali verso attività più sostenibili deve fondarsi su una comprensione condivisa e olistica dell'ecosostenibilità delle attività e degli investimenti. Quale primo passo, la formulazione di linee guida chiare sulle attività che possono essere considerate un contributo agli obiettivi ambientali permetterebbe di informare meglio in merito agli investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili. Ulteriori linee guida su attività che contribuiscono ad altri obiettivi di sostenibilità, compresi quelli sociali, potrebbero essere sviluppate in una fase successiva».

¹⁹ Ci si riferisce, in particolare, a: (i) il Regolamento 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR); (ii) il Regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (c.d. Regolamento sulla Tassonomia); (iii) il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 sull'integrazione dei fattori, dei rischi e delle preferenze di sostenibilità per le imprese di investimento; (iv) il Regolamento delegato (UE) 2021/1255 sui rischi e i fattori di sostenibilità per i gestori di fondi di investimento alternativi; (v) il Regolamento delegato (UE) 2021/1256 ed il Regolamento delegato (UE) 2021/1257 sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nell'ambito della governance delle imprese di assicurazione e riassicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi; ed (vi) la Direttiva delegata (UE) 2021/1269 sull'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di governance dei prodotti.

proposta alla “natura sistemica delle sfide ambientali”, cui corrisponde la necessità di “un approccio sistemico e lungimirante all’ecosostenibilità”. Soffermandosi sulle specificità del mercato dei capitali, va considerato che le imprese e i loro clienti dovranno cooperarsi per assicurare che le risorse investite conseguano i predetti obiettivi (sostenibili).

Quindi, andrà predisposto anche un insieme di regole destinato a prevenire (*rectius*: gestire) eventuali conflitti di interesse (potenzialmente lesivi della sostenibilità stessa) che possono insorgere a seguito della valutazione delle preferenze di sostenibilità del cliente; ciò in quanto solo un allineamento di tali interessi può perseguire un livello elevato di tutela degli investitori e di tutela ambientale.²⁰

Ed invero, valutando in particolare i mercati degli strumenti finanziari, le strategie degli intermediari saranno maggiormente orientate verso la prestazione di servizi riferibili a strumenti sostenibili. In particolare, con specifico riferimento all’emissione e alla commercializzazione dei medesimi, si dovrà aver riguardo alla possibilità di verificare e misurare gli obiettivi concreti perseguiti dagli emittenti, al fine offrire prodotti che possano far parte di un portafoglio conforme agli scopi del cliente in termini di sostenibilità.

Ovviamente, in un contesto siffatto, le imprese di investimento avranno difficoltà a dare esecuzione ad ordini (che non hanno alcun riguardo ai profili di sostenibilità che caratterizzano gli strumenti finanziari) formulati da clienti poco attenti ai bisogni ambientali espressi dalla società civile. Da qui, un potenziale conflitto tra la *governance* sostenibile di un intermediario (che riceve l’ordine) e le

²⁰ Cfr. Regolamento delegato (UE) 2021/1253, Considerando n. 4, ai sensi del quale «Quando individuano i tipi di conflitti di interesse la cui esistenza può ledere gli interessi di un cliente o potenziale cliente, le imprese di investimento dovrebbero includere quelli che possono insorgere a seguito dell’integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente, al fine di mantenere un livello elevato di tutela degli investitori. Per i clienti esistenti, per i quali è già stata effettuata una valutazione dell’adeguatezza, le imprese di investimento dovrebbero avere la possibilità di identificare le preferenze di sostenibilità individuali in occasione del successivo aggiornamento periodico di tale valutazione».

scelte di investimento non-sostenibili del cliente. Conseguenze, pertanto, l'auspicio di una forma di supervisione che indichi alle imprese come dare esecuzione a ordini siffatti, imponendo alle stesse di considerare i principali effetti negativi per il mercato nel momento in cui devono dar corso alle istruzioni del cliente (i quali - pur potendo essere raccomandati come rispondenti alle preferenze di sostenibilità individuali dei clienti - determinano conseguenze negative per l'ambiente e per la crescita).

Si individua, in tal modo, la necessità che il regolatore prenda in considerazione la disciplina dei servizi di investimento al fine di assicurare che le imprese, dopo aver delineato le proprie preferenze individuali di sostenibilità, non siano esecutrici di operazioni finanziarie per conto di clienti poco inclini al perseguimento di fini ulteriori rispetto al lucro individuale.

Ad oggi, il legislatore dell'Unione Europea sta ancora affrontando tale tema tramite la discussione su nuove proposte di direttive, sia in ambito di *due diligence* (Cfr. *Corporate Sustainability Due Diligence*, 23 febbraio 2022) che di *reporting*, donde l'esigenza di un intervento normativo che garantisca uniformità e disciplina alla materia, e permetta di rafforzare il monitoraggio delle Autorità di vigilanza preposte.

Alla luce di quanto precede appare chiara la ragione per cui tale proposte siano finalizzate a implementare i doveri degli amministratori, i quali dovranno agire nell'interesse sociale, vigilando nella raccolta dati e analisi documentale sul rispetto dei fattori ambientali e dei diritti dell'uomo, e sorvegliando le eventuali conseguenze delle loro decisioni sugli aspetti rientranti nel concetto di sostenibilità.²¹

In tal modo si potrà ascrivere alla *governance* dell'impresa di investimento una sorta di 'funzione filtro', atta a promuovere scelte orientate verso i menzionati

²¹ Cfr. A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, fasc. 3, 1° giugno 2022, pag. 372 ss

obiettivi ambientali.

Concludendo sul punto, occorre mettere in evidenza la recente modifica al testo costituzionale che, nel confermare l'indirizzo dell'iniziativa economica privata verso l'utilità sociale, introduce la tutela ambientale tra i principi fondamentali della Costituzione italiana, integrando la previsione degli artt. 9 e 41.

In particolare, la modifica dell'art. 41 della Costituzione si focalizza sull'esercizio dell'iniziativa economica (i) revisionando ed integrando il secondo comma con la previsione che la medesima non può essere svolta anche in danno alla salute e all'ambiente; e (ii) prevedendo al terzo comma che la legge possa coordinare ed indirizzare l'attività economica – privata e pubblica – al perseguimento di fini non solo sociali, ma anche ambientali.²²

Tale modifica - nell'intervenire in un ambito rilevante per l'ordinamento giuridico del mercato, in quanto riguarda l'iniziativa economica (privata)- appare riferibile a tutte le scelte assunte nello svolgimento dell'attività imprenditoriale.²³

Nello specifico, sin da una prima analisi del testo, non vi sono dubbi in ordine alla portata del concetto di libertà che la Costituzione riferisce all'iniziativa economica, laddove resta ferma la previsione sia di una serie di limiti atti a circoscrivere le conseguenze delle azioni intraprese nello svolgimento dell'attività imprenditoriale, sia della riserva di legge ivi contemplata.²⁴

Per converso, in tale modifica costituzionale trova conferma la prospettiva di una *transizione* da un capitalismo di stampo liberale a un capitalismo sociale cui in precedenza si è fatto riferimento. Ed invero, quest'ultimo appare ancorabile ad un

²² Cfr. Camera dei deputati, Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente, reperibile su <https://temi.camera.it/leg18/temi/modifiche-agli-articoli-9-e-41-della-costituzione-in-materia-di-tutela-dell-ambiente.html>

²³ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile (Corporate Social Responsibility and Sustainable Development)*, in *Rivista trimestrale del diritto dell'economia*, 2022, pag. 7 ss.

²⁴ *Ibidem*. L'Autore nel testo sostiene che: «Si è in presenza di una costruzione normativa per solito interpretata ponendo l'accento sul confine tra «libertà e controllo», individuato avendo riguardo alla rilevanza dell'interesse sociale coinvolto».

sistema gius-economico che pone attenzione agli effetti sulla società e sull'ambiente di determinate attività imprenditoriali.

Alla luce di quanto precede, appare inoltre possibile ipotizzare una modifica del quadro normativo nazionale al fine di introdurre regole che esprimano una sorta di presa di coscienza delle modalità in cui la *governance* di impresa influenzi l'andamento del mercato in cui opera l'impresa stessa. Inoltre, appare possibile ipotizzare un pieno riconoscimento in sede disciplinare della visione di stampo internazionale comunemente denominata *social corporate responsibility*.²⁵

Va da sé che una transazione siffatta richiede un lungo periodo, durante il quale gli operatori economici potranno anticipare il regolatore ed attivarsi per preservare il fragile equilibrio di un ecosistema che richiede attenzione, conoscenza e tutela.

4. Alla luce del quadro disciplinare dianzi richiamato, appare utile valutare la possibilità che le “preferenze di sostenibilità” integrino un interesse rilevante perseguibile dagli esponenti aziendali.²⁶ A fronte di tale possibilità appare necessario valutare l'integrazione di tale interesse nel modello di *governance*; ciò, muovendo dalla considerazione secondo cui la sostenibilità può assurgere a regola di condotta per la gestione dell'impresa di riferimento.²⁷

In tale contesto, l'indagine assume una vettorialità nella quale eventuali omissioni o negligenze (nel soddisfacimento dell'interesse alla sostenibilità da parte

²⁵ *Ibidem*, pag. 9 ss.

²⁶ Cfr. F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonte del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2022; Cit. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, p. 3. Nel testo l'Autore sostiene che Il concetto di *governance* nasce come ricerca di efficienza, fondata su una visione «liberista e paretiana», e pone l'accento sulla «capacità del sistema economico e della singola impresa di produrre ricchezza, sulle caratteristiche interne di contesto [...] che valgono o vorrebbero condizionarla; con minore attenzione, invece, per i problemi concernenti la distribuzione della ricchezza prodotta». La società è un punto di contatto comune di un'eterogenea rete di contratti.

²⁷ Così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”.

del *management* di un'impresa vigilata) hanno una portata che travalica i confini della società e, conseguentemente, determinano una concreta possibilità che vi siano ripercussioni anche a livello di contagio sistemico²⁸. In questo senso, l'integrazione della sostenibilità nella *governance* diviene paradigma della sana e prudente gestione, archetipo del passaggio dalla idealizzazione dello *shareholder value* alla presa di coscienza dell'importanza degli interessi ulteriori.²⁹

A valle del dibattito in ordine alla prevalenza degli interessi degli azionisti (in un'ottica contrattualistica) oppure degli interessi ulteriori (in un'ottica istituzionalista),³⁰ nell'ordinamento bancario e finanziario si sollevano questioni

²⁸ Così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope". Particolarità nel corso del Convegno è dato dal fatto che è stato sostenuto sia dal Professore Capriglione che dal Professore Sacco Ginevri che la sostenibilità è una sorta di "correttivo della ricerca a tutti i costi di un eccessivo rendimento secondo il principio di sana prudente gestione in un'ottica macro".

²⁹ Cfr. Così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope". Il Professore nel corso del Convegno sostiene che il tema che rimane oggi molto discusso è che gli amministratori sono chiamati ad operare seguendo e conservando alcuni interessi portanti per l'azienda, che, proprio per natura intrinseca, comportano una serie di rischi.

La domanda che viene posta è chi nomina gli amministratori? Il tema è che i rischi di impresa, che sono dovuti all'*agere* degli amministratori, che agiscono in linea con gli interessi perseguiti dall'azienda, vengono suddivisi anche su quegli *stakeholder* che non partecipano alla nomina degli amministratori. Seppur vero, sostiene il Professore Sacco Ginevri, che gli amministratori dovrebbero agire nell'interesse di una categoria di soci astratta e virtuosa (immaginata) e non solo dei soci che gli eleggono, sanno benissimo che gli stessi soci che li hanno nominati sono in grado di non riconfermarli o di revocarli. Per questo motivo tenderanno a prediligere maggiormente i loro interessi a discapito degli altri, contribuendo alla mancata bilateralità che dovrebbe essere il perno di un rapporto di agenzia; E. BARCELLONA., *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2022; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006. Con l'evoluzione del concetto *stakeholderism*, infatti, lo scopo di un'impresa non deve essere il mero conseguimento dell'interesse dei proprietari (c.d. *shareholders*), massimizzandone il profitto, ma il garantire un bilanciamento di tale interesse con gli interessi di soggetti che non sono coinvolti nell'attività d'impresa (c.d. *stakeholders*); G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability* (December 7, 2020). *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper #559/2020*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3753594> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3753594>

³⁰ Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, pag. 5-6. L'Autore osserva che una prospettiva orientata agli interessi degli azionisti potrebbe portare a comportamenti individualisti, con un eccessivo rischio di prediligere investimenti di breve termine. Invece, una prospettiva orientata agli interessi ulteriori invece potrebbe dare eccessivo potere agli amministratori, i quali, avendo il potere di deliberare su molteplici interessi potenzialmente

specifiche che attengono all'interesse pubblico per l'ordinata circolazione dei capitali e per la stabilità del mercato.

Nel considerare i variegati orientamenti dottrinali sul tema,³¹ va messo in evidenza che - secondo alcuni di essi³² - vi è una necessità intrinseca di ridurre il profitto a beneficio di interessi diversi, tra i quali si annoverano quelli sociali. Tuttavia, non va ommesso di considerare che altri orientamenti ribaltano la questione, suggerendo di strutturare la *governance* in modo tale da massimizzare il profitto.³³

In una prospettiva regolamentare, appare possibile soffermarsi sul riscontro di una sorta di passaggio dalla idealizzazione dello *shareholder value*, in un primo tempo, alla presa di coscienza dell'importanza degli interessi ulteriori e, poi, alla

contraddittori, assumerebbero il ruolo di arbitri senza un effettivo controllo; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 1° febbraio 2022, pag. 1. ss; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonte del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2022; M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *The New York Times Magazine*, 1970.

³¹ Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, p. 3; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2022, pag. 1; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonte del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2022; F. DENOZZA - A. STABILINI, *CSR and Corporate Law: The Case for Preferring Procedural Rules*, available at <https://ssrn.com/abstract=1117576>; G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3753594>

³² Cfr. Sul punto si rimanda alle osservazioni sul tema di G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3753594>; A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope"; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, p. 3; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2022, pag. 1; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonte del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2022.

³³ Cfr. Sul punto si rimanda alle osservazioni di A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope"; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, p. 3; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2022, pag. 1; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonte del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2022.

possibilità che questi ultimi possano esser sottoposti al vaglio delle autorità competenti (in sede di verifica del programma di attività di un'impresa vigilata).

In altri termini, si versa in presenza di indicazioni generali che suggeriscono un approccio innovativo all'interpretazione della regolazione speciale, donde il riferimento: i) al principio di *stakeholderism* - secondo il quale lo scopo di un'impresa non deve essere il mero conseguimento dell'interesse dei proprietari (c.d. *shareholders*), ma quello di garantire un bilanciamento di tale interesse con quelli dei soggetti che non sono coinvolti nella proprietà (c.d. *stakeholders*)³⁴ -; ii) all'assunto recato dal considerando 14 della direttiva n. 2017/828/UE (la c.d. SHRD II) secondo cui «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse».³⁵

A conferma di quanto precede, appare utile richiamare altresì lo “*Statement on the Purpose of a Corporation*” dell'associazione *Business Roundtable*,³⁶ in quanto esso ha riguardo alla definizione del “fine ultimo per fare impresa” e sembra porre le premesse per il superamento della “*shareholder primacy*”.³⁷ Analogamente è a

³⁴ E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 1 Febbraio 2022, pag. 1 ss.

³⁵ A ben considerare, nella prospettiva suddetta, «[...]il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite». Inoltre, «[...]il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione»; cfr. Considerando 14, direttiva del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

³⁶ E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 1 Febbraio 2022.

³⁷ BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation*, 19 agosto 2019, pag. 1. Infatti, come si desume dall'analisi del testo, i sottoscrittori di tale *Statement* sostengono che «[...]while each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. We commit to: - Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or

dirsi per il riferimento all'art. 124-*quinquies* del Testo Unico Finanziario, il quale impone una sorta di dovere sottoposto al principio di *comply or explain* in capo ai grandi investitori istituzionali sulle questioni rilevanti, tra le quali si annoverano anche l'impatto sociale, ambientale ed il governo societario.

Nel seguire l'approccio dianzi richiamato, appare utile porre l'attenzione sul Codice di *Corporate Governance*³⁸ (di seguito anche solo "Codice") adottato il 31 gennaio del 2020³⁹ da parte di Borsa Italiana, formato Principi e Raccomandazioni che dovrebbero recare *best practice* atte a garantire il buon governo delle imprese. All'interno del Codice è stata prevista una definizione di "successo sostenibile", inteso come «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti,

exceeding customer expectations. - Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect. - Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions. - Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses. - Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders. Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country».

³⁸ A. CADBURY, *Corporate Governance, Cosa è*, Prefazione di Paolo Scaroni, Luiss University Press, 2002, pag. 9 ss. Nel testo Scaroni sostiene che la storia della *corporate governance* trae origine dai primi organi di gestione delle Compagnie delle Indie. Dati gli scandali di natura finanziaria degli ultimi decenni, il modo un cui una società viene gestita è diventato di grande interesse anche per l'opinione pubblica. Negli Stati Uniti vi erano i primi casi di "amministrazione fantasma", dove l'assenza di un governo societario strutturato, aveva portato a situazioni patologiche per omissione delle principali funzioni di controllo del *management*. Il Legislatore americano è intervenuto sul problema tramite una soluzione orientata che fosse in grado di indirizzare il ruolo degli amministratori (anche quelli indipendenti), rafforzando i profili di responsabilità del Consiglio di Amministrazione. Il sistema di *corporate governance* viene per la prima volta codificato in Inghilterra negli anni '90 tramite l'adozione di codici di comportamento che fornivano alle imprese regole di *best practice* da seguire nel governo societaria. Tali codici non avevano natura imperativa, ma l'adesione era soggetta al principio di "*comply or explain*". In Italia molti dei principi di derivazione anglosassone e statunitense sono stati ripresi sia con nelle norme contenute nel Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("Testo Unico della Finanza" o "TUF"), sia nel codice di Autodisciplina (oggi Codice di *Corporate Governance*).

³⁹ La prima versione del Codice di Autodisciplina è stata introdotta in Italia nel 1999 ed era finalizzato a stimolare la competizione sui mercati internazionali semplificandone l'accesso e riducendone il costo del capitale tramite l'introduzione di un sistema di *governance* efficiente ed affidabile.

tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società». ⁴⁰

Ciò ascrive specifica centralità alla possibilità di orientare le scelte imprenditoriali - oltretutto verso il profitto individuale, anche - verso il raggiungimento di interessi sostenibili per la comunità di riferimento.

Si versa in presenza dell'ipotesi secondo cui la sostenibilità può costituire parametro di riferimento per la valutazione di una *buona governance* che - essendo fondata sul presupposto di una *sana e prudente gestione* - deve perseguire equilibri di lungo periodo e, quindi, esser capace di avviare iniziative imprenditoriali per compensare ogni eventuale esternalità negativa che produca nell'ambiente. ⁴¹ Da qui, l'ulteriore considerazione che il "successo sostenibile" potrebbe esser considerato quale interesse da raggiungere nel perseguimento del fine di lucro (ex art. 2247 c.c.).⁴²

Assumendo quindi - ai fini della presente indagine - che la *governance* societaria possa adeguarsi agli obiettivi di sostenibilità, è possibile condividere anche le indicazioni dottrinali sull'eventuale impatto di tali obiettivi sulla definizione dei profili di responsabilità, degli assetti di potere e dei regimi di remunerazione.⁴³ Appare tuttavia utile considerare che il "successo sostenibile" può esser rappresentato all'esterno dell'impresa attraverso l'integrazione dei dati ad esso

⁴⁰ Cit. COMITATO CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Corporate Governance*, Gennaio 2020, pag. 4.

⁴¹ F. RIGATI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?* (Note a margine di un convegno sull'Isola di Capri), in *Rivista trimestrale del diritto dell'economia*, 2022.

⁴² Cfr. Così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope"; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, fasc. 3, 1° giugno 2022, pag. 372 ss. L'Autrice nel testo riporta la tesi di emerita Dottrina secondo la quale si auspica una modifica strutturale all'art. 2447 c.c. con la previsione di nuovo *genus* di scopo finalizzato a trovare soluzioni ai problemi che affliggono l'ambiente e l'umanità. Un altro filone di pensiero prospetta la necessità di disclosure nello statuto e di estensione dello scopo da parte delle società tale per cui si debbano ricomprendere anche i *social purpose*.

⁴³ M. CERA, *Sostenibilità, i nodi da sciogliere per le grandi imprese*, *Il Sole 24 Ore*, agosto 2022.

riferibili all'interno del sistema di flussi informativi dell'impresa⁴⁴ (ex. art. 2367 c.c. e ex. art. 126-*bis* Testo Unico Finanziario); ciò fermo restando che tali dati dovranno far riferimento anche alle politiche di bilancio e di remunerazione degli amministratori e del *management*.⁴⁵ Risulta, infatti, un obiettivo che deve essere raggiunto ai fine della valutazione della condotta d'impresa, anche per quanto riguarda la gestione dei rischi.⁴⁶

Al riguardo, non sono pochi gli elementi di *enforcement* degli obblighi in capo agli organi sociali. Questi ultimi sono tenuti ad *integrare* la gestione dei rischi ambientali e sociali nelle strategie di impresa per poter conseguire la sostenibilità finanziaria ed economica, indipendentemente dal mero rendimento dell'investimento societario. Tale sistema è controbilanciato dall'applicazione del principio della *business judgment rule*⁴⁷, secondo cui non possono essere contestate operazioni che sono razionali *ex ante* per garantire che i gestori possano procedere con il loro operato senza trovarsi in situazioni di *risk adverse*.⁴⁸

⁴⁴ U. TOMBARI, *Informazione societaria e corporate governance*, in *Quaderni Cesfin*, G. Giappicchelli Editore, 2018.

⁴⁵ Sia consentito far riferimento all'art. 123-*ter* del Testo Unico della Finanza; cfr. COMITATO ITALIANO DELLA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 2021, pag. 11; CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, art. 5, raccomandazione n. 27: «obiettivi di *performance*, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Essi sono coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari».

⁴⁶ CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, art. 6, Principi XVIII, «il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società»

⁴⁷ Cfr. E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 1° febbraio 2022, pag. 1 ss; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonte del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2022.

⁴⁸ Così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”. Il Professore nel Convegno si sofferma sul punto tramite attenta analisi, domandando chi decide quando una scelta è stata presa con razionalità? Se l'obiettivo non potesse essere riscontrato nella razionalizzazione del profitto in un tempo ragionevole, qualsiasi scelta potrebbe essere soggettivamente razionale. Secondo suddetta lettura acconsentiremmo all'applicazione dei principi di *stakeholderism*. Se l'obiettivo non è più chiaramente la razionalizzazione del profitto in un tempo ragionevole, qualsiasi scelta può essere

5. Nella ricerca di paradigmi di sostenibilità, va tenuto presente che l'impostazione del sistema economico è basata su un insieme di *fiduciary duties*⁴⁹, ai quali si aggiungono le preferenze del nuovo modello di investitore prima indicato, che punta ad un profitto sostenibile nel lungo termine, preoccupandosi che i propri investimenti avvengano in un mercato stabile.⁵⁰

Orbene, l'art. 124-*quinquies* del Testo Unico della Finanza pone l'attenzione proprio sul ruolo attivo che i gestori e gli investitori istituzionali devono avere in fase di monitoraggio, di dialogo con le partecipate/con altri soci o dell'esercizio di voto; ciò, con particolare riguardo (i) alle strategie d'investimento e (ii) all'eventuale impatto socio-ambientale delle scelte di investimento.⁵¹

Giova ricordare, in via generale, che - ai sensi dell'art. 2381 c.c. - gli amministratori hanno il compito - inteso come diritto/dovere - di essere adeguatamente informati per poter portare a termine le loro funzioni gestorie. Del pari, va tenuto presente che ogni socio ha diritto di partecipare al dibattito in fase assembleare, indipendentemente dalla partecipazione detenuta. Pertanto, rileva ai

razionale se la si osserva in prospettiva diversa rispetto all'altra. Il rischio, sottolinea il Professore Sacco Ginevri, è che gli amministratori delegati delle imprese americane che hanno fronteggiato lo *stakeholderism* del 2019 abbiano agito in un'ottica di protezione. Se viene posta l'attenzione su una serie di interessi e uno di questi è tutelato dalla scelta imprenditoriale per essere esenti dalla responsabilità, l'intento è mirato in un'ottica protettiva.

49ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Note e Studi 6/2021, https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%206-2021.pdf

⁵⁰ Cfr. così A. SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli "Parthenope". Nelle sue conclusioni, il Professore Sacco Ginevri ha sostenuto che tale visione del medio lungo periodo potrebbe ledere la figura del socio speculatore, il quale vuole trarre profitto senza troppo preoccuparsi degli interessi degli *stakeholderism*. In realtà, grazie anche all'esperienza statunitense, si è diffuso il concetto di azionariato orizzontale "secondo cui in un'ottica di diversificazione del portafoglio, gli investitori investono in tutta una serie di obiettivi di emittenti anche concorrenti tra loro"; ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Note e Studi 6/2021, https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%206-2021.pdf

⁵¹ Cfr. A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, fasc. 3, 1° giugno 2022, pag. 372 ss; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5-6, 1° ottobre 2021, pag. 1350 ss.

fini della presente indagine l'impostazione secondo cui l'Assemblea ed il Consiglio di Amministrazione possano essere considerati come il ricettacolo dei flussi informativi che animano il sistema di governo di un emittente.⁵²

Inoltre, dal disposto dell'art. 124-*quinquies* del Testo Unico della Finanza appare possibile desumere che un investitore istituzionale debba attivarsi per ottenere tutte le informazioni necessarie per indirizzare le proprie scelte di investimento nel rispetto del principio di monitoraggio e di allocazione verso investimenti sostenibili. È utile considerare che - secondo alcuni autori⁵³ - si verserebbe in presenza di un vero e proprio "privilegio informativo", il quale viene ad esistere anche per l'effetto dei variegati mezzi con cui gli investitori istituzionali possono interloquire con il *management* (*road show*, incontri *one-to-one*, *investor relations*).

Pertanto, tale privilegio potrebbe essere sfruttabile dall'investitore istituzionale in sede di assunzione delle proprie scelte di investimento, donde l'esigenza di considerare che il medesimo deve essere compensato (*rectius*: limitato) dal principio portante di parità di accesso ai mercati e di simmetria informativa, così come previsto dalla regolamentazione di derivazione europea sulla *Market abuse* (Cfr. *Market Abuse Regulation* e *Market Abuse Directive*).⁵⁴

Alla luce di quanto precede, appare possibile giungere ad una prima conclusione in ordine all'integrazione degli elementi essenziali della *corporate governance* in una prospettiva che tenga in considerazione gli obiettivi di sostenibilità di coloro che, a vario titolo, trasferiscono risorse ad un'impresa. Del resto, al di là della labilità della linea di confine dei poteri e delle responsabilità di

⁵² U. TOMBARI, *Informazione societaria e corporate governance*, in *Quaderni Cesfin*, G. Giappicchelli Editore, 2018.

⁵³ M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5-6, 1° ottobre 2021, pag. 1350 ss.

⁵⁴ Cfr. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5-6, 1° ottobre 2021, pag. 1350 ss; TOMBARI U., *Informazione societaria e corporate governance*, in *Quaderni Cesfin*, G. Giappicchelli Editore, 2018.

soci e amministratori⁵⁵, occorre tener presente la tentazione di condotte “predatorie” e opportunistiche.

Tali condotte, ovviamente, sono incompatibili con la sostenibilità della *governance*, in quanto risultano volte a perseguire comunque fini di lucro individuale (in danno della sostenibilità dell’attività e dell’organizzazione), e ad aumentare la possibilità dello spreco di risorse per aumentare i livelli di opacità dell’informativa o, ancor peggio, di fuga dagli ordinamenti maggiormente improntati al perseguimento dello sviluppo sostenibile.

6. Nel proseguire lungo il solco indicato in premessa, appare utile richiamare la considerazione secondo cui la sostenibilità è anche un elemento del sistema di prevenzione delle crisi sistemiche. A ben considerare essa, per un verso, impone ai soggetti che investono in una logica di portafoglio di considerare i rischi di contagio generati dalle esternalità negative delle imprese⁵⁶ e, per altro, garantisce una maggiore tutela agli investitori che scelgono strumenti finanziari sostenibili.⁵⁷

Consegue altresì la possibilità di concludere che l’opzione interventistica potrebbe correre lungo due direttrici: (i) la prima riferibile ad una limitazione dell’autonomia gestoria (*sole interest rule*) e, quindi, realizzabile mediante l’imposizione alle imprese di obblighi riferibili al perseguimento di obiettivi ESG; la seconda, poi, avrebbe riguardo ad *integrazioni*, tramite impegni di informativa e di trasparenza verso gli *stakeholders* (con l’eventuale potere delle Autorità di Vigilanza di sanzionare ogni forma di omissione dei predetti obblighi di monitoraggio, sul modello delle sanzioni amministrative prevista dall’Art. 193-*bis* del Testo Unico Finanziario in caso di violazione degli articoli 124-*quinquies* e seguenti del Testo

⁵⁵ Cfr. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5-6, 1° ottobre 2021, pag. 1350 ss.

⁵⁶ Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006.

⁵⁷ Cfr. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5-6, 1° ottobre 2021, pag. 1350 ss.

Unico della Finanza).

Sotto altro profilo, va tenuto presente che - in alternativa all'intervento dianzi indicato - vi potrebbe essere l'eventuale remissione di ogni valutazione della sostenibilità dell'impresa al solo giudizio del mercato, rispetto al quale risulta preminente l'esigenza di garantire il monitoraggio da parte delle Autorità e una maggiore cognizione da parte degli *stakeholders* per la realizzazione di investimenti consapevoli.⁵⁸ Seguendo siffatta impostazione (limitata alle sole sanzioni del mercato⁵⁹), la valenza di eventuali scostamenti dalla linea della sostenibilità sarebbe mitigata dal ricorso al principio *comply or explain*, per cui ogni eventuale carenza rispetto alle pratiche del settore potrebbe esser superata da argomentazioni favorevoli a logiche ulteriori (ivi compresa quella della difesa dell'esistenza dell'azienda stessa, seppur inquinante).

In ogni caso, anche il mercato avrebbe bisogno di una congrua disponibilità di dati e elementi di giudizio, per cui appare possibile sostenere che gli obblighi informativi inerenti al successo sostenibile sono uno strumento essenziale per il perseguimento di politiche ambientali attive, in quanto evitano asimmetrie informative, tutelano le attività ecosostenibili e permettono la segnalazione di eventuali condotte negligenti.⁶⁰

⁵⁸ Cfr. *Ibidem*.

⁵⁹ Cfr. V. LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2006, p. 600 ss.

⁶⁰ Di fondo, l'obbligo di *disclosure* diviene principio cardine del corretto "agere" di tutti gli operatori coinvolti. Si veda, in proposito, E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 1° Febbraio 2022. L'Autore nel testo sostiene che [...] «sotto questo profilo, non v'è pertanto, al di là delle contrarie (ingannevoli) apparenze, alcun vero cambio di passo fra la "filosofia" della legislazione europea in materia di obblighi di *disclosure* di informazione non-finanziaria e la filosofia di queste proposte di riforma ora in discussione: il legislatore europeo può, sì, indurre le società per azioni ad un obbligo di trasparenza circa il grado della propria responsabilità sociale ovvero circa il grado di "sostenibilità" del proprio modello di *business*; può, sì, auspicare che la trasparenza possa attivare meccanismi di pressione dell'opinione pubblica (investitori, consumatori, dipendenti, cittadini interessati) che possano indurre l'impresa a decidere di adottare un modello di business più responsabile o più "sostenibile" (sulla falsariga di quella prospettiva che la dottrina domestica ha qualificato in termini di *stakeholderism* "democratico"); ma, la scelta dell'impresa privata circa il "se" e il "quanto" della

Pertanto, vista la rilevanza degli interessi in gioco e dei bisogni informativi, appare necessario un vasto intervento regolamentare, atto ad assicurare che i comportamenti del *management* siano informati alle opzioni etiche indicate in premessa.

7. Volendo formulare un auspicio conclusivo, appare possibile che un intervento da parte del regolatore europeo, nel muovere dai trattati distintivi e fondanti l'UE dianzi menzionati, assuma una prospettiva volta ad introdurre meccanismi per integrare il fine della sostenibilità all'interno della *governance* di impresa e, in particolare, delle imprese attive nel mercato dei capitali.⁶¹

Da qui, l'opportunità di definire il fine di 'lucro sostenibile', quale elemento essenziale dei programmi di attività dei soggetti che operano nel mercato e, in particolare, di quelli che interagiscono direttamente con la domanda e l'offerta di capitali. Inoltre, appare necessario che le nuove forme di supervisione richiedano – con crescente precisione informativa – la piena *disclosure* delle misure che devono essere adottate per perseguire il fine in parola.

Va da sé che la rilevanza degli interessi coinvolti segni l'intensità dell'intervento, laddove misure limitate al piano reputazionale appaiono insufficienti allo scopo e, quindi, risulta necessaria un'azione specifica da parte dei *policy-makers* internazionali, da assumere in sede europea. Nello specifico appare utile chiarire i profili della struttura organizzativa meritevoli di limitazioni regolamentari e di controlli pubblici. In particolare, ci si riferisce all'individuazione di una serie di regole che promuovano l'implementazione delle politiche di impegno degli investitori istituzionali, favorendo il dialogo con le imprese destinatarie delle

propria responsabilità sociale o della propria *governance* sostenibile non può che restare una libera scelta dell'impresa compiuta sulla base di una propria valutazione di mera opportunità».

⁶¹ Così F. CAPRIGLIONE, La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive – discorso introduttivo, relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”

relative risorse.

Sul piano regolamentare, con specifico riguardo ai mercati finanziari, appare possibile ipotizzare che gli effetti di tale intervento possano esser destinati a condizionare l'attività degli investitori istituzionali. Ciò, introducendo vincoli di sostenibilità per gli investimenti e delineando regole di condotta in capo agli amministratori tenuti a dare maggiore rilievo agli *stakeholders* (anche tramite elezione di comitati endoconsiliari all'interno delle imprese).⁶² Inoltre, si potrebbe auspicare l'introduzione di obblighi di monitoraggio e diritti di *voice* specifici, atti ad assicurare il raggiungimento degli obiettivi del successo sostenibile.

In definitiva, si apre una prospettiva che, avendo riguardo ai bisogni di protezione dei cittadini europei, propende per una riforma delle regole di *governance* orientata verso l'implementazione dei fattori di carattere ambientale nei processi decisionali degli operatori economico-finanziari (avendo riguardo alle analisi in corso nella comunità culturale internazionale e alle ultime tendenze evidenziate dai *policy-makers*).⁶³

Tale prospettiva, peraltro, può esser intesa in un'ottica di ricerca di una frontiera di finanza sostenibile che riesca a supplire al bisogno di uno sviluppo destinato ad incrementare il benessere dei cittadini europei senza gravare sulle generazioni future. Del resto, la ricerca di uno sviluppo sostenibile non può restare circoscritta all'implementazione dei c.d. criteri ESG, né la verifica di quest'ultima può esaurire i compiti ascrivibili allo Stato.

Ovviamente, sono evidenti le difficoltà che connotano, dapprima, la

⁶² Tale ultimo punto deve però essere ben ponderato, in quanto il legislatore deve tenere in considerazione il delicato equilibrio che è matrice della suddivisione dei poteri, competenze e profili di responsabilità dei soggetti coinvolti; cfr. A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, fasc. 3, 1° giugno 2022, pag. 372 ss.

⁶³ Quel che si auspica, in definitiva, è a un vero e proprio passaggio da un principio di "entropia" dei sistemi economici, determinato dagli squilibri internazionali, e nazionali, ad un principio di "empatia collettiva" tramite l'epifania di una finanza improntata alla sostenibilità; cfr. D. VARANI, LUNETTA E D. DI MARTINO, *Regolamentazione esg: stato dell'arte e prospettive future*, in *Diritto Bancario*, 3 marzo 2022.

individuazione dei contenuti di regole siffatte e poi la implementazione di tali regole all'interno di uno 'spazio giuridico globale' (che travalica i confini della sovranità degli Stati Membri e degli altri Paesi che presentano simili condizioni di democraticità interna e finalità di tutela delle libertà). Sono, altresì, palesi gli effetti significativi di un possibile intervento di tal genere sull'efficienza allocativa del mercato dei capitali⁶⁴ e sull'attività di supervisione (con particolare riferimento alla regolazione e al controllo dei grandi investitori)⁶⁵.

Quel che resta da attendere, infine, è una modifica strutturale dell'attività e dell'organizzazione degli investitori, i quali dovrebbero sviluppare modelli di *governance* che portino i loro *traders* a superare la mera applicazione di razionali formule di investimento (alimentate dai dati raccolti nell'infosfera rilevante) ed ad assumere il ruolo dell' "investitore responsabile", il quale indirizza la propria attività di investimento adeguandosi a politiche socio-ambientali intergenerazionali⁶⁶.

Carlotta Giustiniani

Dottoranda di ricerca

nell'Università degli Studi di Roma G. Marconi

⁶⁴ Cfr. MORNINGSTAR, SFDR.. e il fondo si vestì di sostenibilità | Morningstar, 2022; ASSOGESTIONI, Nel primo trimestre 2021 doppiata la raccolta dello scorso anno | Assogestioni, 2021. A suffragare tale considerazione vi sono le valutazioni secondo cui, a fine 2021, per quanto riguarda l'universo fondi, gli investimenti sostenibili ESG hanno raggiunto un patrimonio di 2,74 mila miliardi di dollari (2,4 mila miliardi di euro), di cui l'81% è allocato in Europa e il 13% oltre oceano.

⁶⁵ THE BRITISH ACADEMY, *Principles for purposeful business. How to deliver the framework for the future of the corporation*, London, 2019, available at <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf>

⁶⁶ Cfr. si veda considerando n. 14 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) e articolo 7, par. 4, del medesimo regolamento.

L'ADOZIONE DEI FATTORI DI SOSTENIBILITÀ NELLA DEFINIZIONE DEL MODELLO DISTRIBUTIVO E DI CONSULENZA ASSICURATIVA ALLA LUCE DEI PROCESSI POG *

(The adoption of sustainability factors in the definition of the insurance distribution model in light of the product oversight and governance processes)

ABSTRACT: *This paper comments on the adoption of sustainability factors in the definition of the distribution and insurance consulting model in light of product and oversight governance (POG) processes. In particular, the obligations relating to insurance distribution and the consultative assessment of ESG preferences in customer relations, POG processes and the appropriate changes to distribution strategies and benefits deriving from effective implementation of regulatory changes are examined.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il contesto normativo della distribuzione ai sensi dei fattori di sostenibilità. – 3. La distribuzione assicurativa e la valutazione consulenziale delle preferenze ESG nei rapporti con i clienti/consumatori di IBIPs. – 4. I processi POG e le opportune modifiche alle strategie distributive. – 5. Principali elementi di un *framework* di *product oversight governance* e benefici derivanti da un'efficace implementazione. – 6. Osservazioni conclusive.

1. Il recente Regolamento Delegato UE 2021/1257 della Commissione UE (“*il Regolamento*”)¹, approvato il 21 aprile 2021, modifica i Regolamenti Delegati UE 2017/2358 e UE 2017/2359 in materia di integrazione di fattori, rischi e preferenze

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Il regolamento è entrato in vigore il 2 agosto 2022. Il 21 aprile 2021 la Commissione ha adottato sei atti delegati – che fanno seguito alla consultazione tenuta dalla stessa Commissione tra giugno e luglio 2020 – sulla consulenza in materia di investimenti e assicurazioni, sui doveri fiduciari e sul governo e controllo dei prodotti, con l’obiettivo di garantire che le imprese finanziarie includano gli aspetti legati alla sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti.

di sostenibilità nei requisiti di controllo e *governance* dei prodotti per le imprese di assicurazione e distributori di assicurazione, e nelle regole di condotta degli affari e consulenza in materia di investimenti per prodotti di investimento assicurativi². In particolare, tali modifiche prevedono:

- l'integrazione delle preferenze dei clienti in termini di sostenibilità nella valutazione dell'adeguatezza. Attualmente, il quadro normativo generale prevede che le informazioni sugli obiettivi di investimento riguardano in genere gli obiettivi finanziari, mentre gli altri obiettivi non finanziari del cliente, come ad esempio le preferenze di sostenibilità, di solito non vengono presi in considerazione. Dunque, il Progetto di Regolamento garantisce che gli strumenti finanziari che presentano un certo livello di rilevanza in relazione alla sostenibilità possano essere raccomandati ai clienti o potenziali clienti che esprimono chiare preferenze di sostenibilità;

- l'integrazione dei rischi di sostenibilità nei requisiti in materia di governo e controllo del prodotto e nelle norme in materia di conflitti di interesse. Il quadro normativo istituito dalla *IDD* (direttiva 2016/97/UE) prevede che le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi che realizzano prodotti assicurativi da offrire in vendita ai clienti adottano, gestiscono e controllano un processo di approvazione per ciascun prodotto assicurativo e per ogni modifica significativa di un prodotto assicurativo esistente, prima che sia commercializzato o distribuito ai clienti: il Progetto di Regolamento chiarisce che i fattori di sostenibilità e gli obiettivi legati alla sostenibilità debbono essere presi in considerazione nel processo *product oversight and governance* dei prodotti assicurativi.

In linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile concordati nell'ambito

² Il Progetto di Regolamento fa parte di una più ampia iniziativa della Commissione europea in materia di sviluppo sostenibile, contribuendo a creare le basi di un quadro dell'Unione Europea che pone al centro del sistema finanziario le considerazioni in materia di sostenibilità al fine di agevolare la trasformazione dell'economia europea in un sistema più verde, più resiliente e circolare in linea con gli obiettivi del *Green Deal* europeo.

dell'accordo di Parigi, adottato durante la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, del *Green Deal* europeo e del piano d'azione della Commissione per il finanziamento della crescita sostenibile, le imprese di assicurazione e gli intermediari assicurativi che producono prodotti assicurativi dovranno dunque prendere in considerazione fattori di sostenibilità nella distribuzione dei prodotti offerti al cliente/consumatore. In particolare, la progettazione e la commercializzazione dei prodotti assicurativi, nonché il relativo processo di approvazione e sperimentazione, devono tener conto anche dei fattori ESG e di eventuali obiettivi di sostenibilità dei clienti appartenenti al mercato di riferimento individuato (c.d. *target market*). Con riferimento ai prodotti di investimento assicurativi (IBIPs), le "*preferenze di sostenibilità*" nella strategia di investimento devono essere opportunamente valutate. Di conseguenza, in virtù di tali modifiche, le politiche interne di controllo e *governance* dei prodotti delle imprese e dei distributori sono riesaminate in modo da garantire che gli obiettivi relativi alla sostenibilità e, nel caso di prodotti di investimento assicurativi, le preferenze di sostenibilità, siano debitamente ponderati nel contesto della progettazione e della distribuzione. Il suddetto Regolamento appare perfettamente in linea anche con la disciplina nazionale in materia di criteri ambientali, sociali e di *governance* (cosiddetti "*criteri ESG*"), tra cui il Regolamento IVASS 38/2018 in materia di governo societario delle imprese di assicurazione. Infatti, l'articolo 4 del citato Regolamento prevede che il consiglio delle imprese di assicurazione tenga conto dei fattori *ESG* nella composizione della struttura di governo societario e nella valutazione dei relativi rischi.

Ciò premesso, risulta fondamentale fare una breve riflessione riguardo i cosiddetti "*processi POG*" e l'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario. Con il recepimento della direttiva sulla distribuzione assicurativa, la 2016/97/UE, in vigore dal 1 ottobre 2017, si è

compiuto infatti un notevole passo in avanti nella omogeneizzazione delle regole europee sulla *insurance distribution*: uno degli aspetti più impattanti, a tal proposito, è certamente la novità della politica di *product governance (POG)*, la cui disciplina, contenuta nell'art. 25 della direttiva *IDD*, impone alle imprese, a determinati intermediari (i cosiddetti *manufacturer de facto*) e alle loro rispettive cariche apicali, precisi obblighi di adozione, gestione e controllo di veri e propri processi di approvazione dei prodotti assicurativi³. Tali meccanismi, non devono esser interpretati formalisticamente, alla stregua di meri adempimenti burocratici: la norma, infatti, fa sì che ciascun prodotto venga strutturato *ab origine* in modo razionale e tale da soddisfare sostanzialmente, almeno in astratto, gli interessi di copertura o di protezione del mercato di riferimento per il quale è stato concepito.

Oggigiorno, la maggiore consapevolezza degli investitori verso tematiche legate alla sostenibilità, nonché l'evoluzione del quadro normativo, hanno determinato una maggior diffusione di prodotti finanziari con caratteristiche o obiettivi di investimento sostenibili. A tal proposito, il quadro normativo di riferimento è stato oggetto di revisione da parte del legislatore europeo attraverso l'adeguamento delle normative di seguito richiamate tra cui la normativa sulla prestazione dei servizi di investimento (*Market in Financial Instruments Directive, MiFID II*), quella sulla distribuzione assicurativa (*Insurance Distribution Directive, IDD*), la normativa che regola l'attività degli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (*UCITS*) e quella dei Gestori di fondi di investimento alternativi (*AIFMD*).

2. Da anni, il contesto giuridico-normativo europeo, ed in particolare quello italiano, sono sempre di più aperti a soluzioni tanto innovative quanto sostenibili. In particolare, le principali novità di *policy* a livello europeo hanno riguardato il

³ Cfr., in generale, G. VOLPE PUTZOLU, *La realizzazione del POG nell'ordinamento italiano*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2020, 1, 163 ss.

tema della *disclosure* e l'integrazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nella valutazione di idoneità, ai sensi della *Insurance Distribution Directive*. In Italia, la Banca d'Italia, ha pubblicato le proprie Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, che fanno seguito alle iniziative in materia della Banca Centrale Europea. Inoltre, l'*EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group)* ha presentato, negli scorsi mesi, la prima bozza di *European Sustainability Reporting Standards*: questi, rappresentano degli indicatori standardizzati a livello europeo per la rendicontazione di sostenibilità e sono stati previsti dalla proposta di Direttiva sul *Corporate Sustainability Reporting (CSRD)* con l'obiettivo di uniformare le reportistiche pubblicate dalle aziende, rendendole così più comparabili.

Gli indicatori proposti dall'*EFRAG* sono 13, di cui 2 indicanti principi generali ed i rimanenti 11 riguardanti tematiche ambientali, sociali, etiche e di *governance*. La sostenibilità e la contemplazione di tematiche più etiche che pratiche rappresentano oggi elementi fondamentali e quasi onnipresenti nella nuova normativa europea. A tal proposito, per fare un esempio relativo al mondo finanziario, un lavoro non indifferente è svolto riguardo la trasparenza degli operatori finanziari e dei loro prodotti. Le Autorità europee di vigilanza (*ESAs*) hanno infatti ricevuto due diversi mandati dalla Commissione *EU* al fine di modificare il relativo regolamento delegato adottato il 6 aprile 2022 e attualmente in fase di scrutinio. In particolare, i mandati prevedono emendamenti alle informazioni richieste in documenti precontrattuali, sito web e relazioni periodiche per garantire che l'esposizione dei prodotti agli investimenti in gas e nucleare sia pienamente trasparente. E ancora, in particolare nel secondo mandato, si fa riferimento alla revisione degli indicatori sui principali impatti negativi, i cosiddetti "*Principal Adverse Impacts*" (o "*PAIs*").

La Commissione *EU*, attraverso la proposta di direttiva *MiFID II*, ha anche

previsto uno speciale obbligo in capo a tutti gli operatori finanziari di prendere in considerazione le preferenze di sostenibilità manifestate dai clienti. Dunque, si assiste, anche nel mercato prettamente finanziario, ad un vero e proprio processo di integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: ciò sostanzierebbe, per parte della dottrina, un vero e proprio ritorno al modello di distribuzione "*orientato al prodotto*".

A tal proposito, sul versante assicurativo, l'*EIOPA* (Autorità di vigilanza europea sui servizi assicurativi e i piani pensionistici) ha posto in consultazione la bozza di Linee guida per l'integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente nella valutazione di idoneità ai sensi della *IDD*, secondo il Regolamento delegato *UE 2021/1257*. Tale Regolamento, come già detto precedentemente, ha introdotto nuove regole sull'integrazione dei fattori, dei rischi e delle preferenze di sostenibilità nel controllo e nella *governance* dei prodotti assicurativi: in particolare, fine del legislatore è quello di integrare in modo del tutto naturale gli elementi di sostenibilità anche nelle norme di comportamento e nella consulenza sui prodotti di investimento assicurativi. Infatti, le Linee guida previste dall'*EIOPA* sembrano garantire una coerente ed omogenea applicazione del Regolamento delegato da parte di imprese, intermediari assicurativi e Autorità nazionali competenti: in tal modo, inoltre, si vuole disincentivare la vendita scorretta di prodotti assicurativi.

Tali linee di indirizzo prevedono poi un vero e proprio processo di *downgrade* delle preferenze del cliente in caso di impossibilità di soddisfare le richieste in termini di sostenibilità; opzione questa che limiterebbe quindi l'offerta ai prodotti già presenti in portafoglio e conseguentemente attenuerebbe la potenziale spinta verso un'innovazione di prodotto derivante dalle preferenze degli investitori.

Come già anticipato, tale necessità di "*cambiamento*" ha riguardato anche il

caso del settore finanziario italiano: la Banca d'Italia intende accelerare in modo repentino l'inclusione dei fattori *ESG* nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo, controllo e gestione dei rischi e nell'informativa al mercato di banche, SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari ex art. 106 del Testo Unico Bancario e relative società capogruppo, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica. A tal proposito, sono state delineate delle indicazioni meramente non vincolanti: ad esempio, è previsto che il singolo intermediario dovrà accertare in via autonoma la rilevanza dei rischi climatici e ambientali per il proprio modello di business, applicando soluzioni coerenti (secondo il principio di proporzionalità)⁴.

3. L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*EIOPA*), in data 20 luglio 2022, ha pubblicato una guida sull'integrazione delle preferenze di sostenibilità nella valutazione di adeguatezza ai sensi della direttiva sulla distribuzione assicurativa (*IDD*). Basate sul Regolamento delegato (*UE*) 2021/1257 applicabile a partire dal 2 agosto 2022, le linee guida si pongono l'obiettivo di "*promuovere una migliore comprensione delle nuove norme in vigore e di facilitare una corretta attuazione presentando i nuovi requisiti in un linguaggio e in un modo più semplice*". Il documento nasce dopo la consultazione pubblica riguardante la bozza delle suddette linee guida in cui diversi partecipanti hanno espresso la richiesta di un documento più semplice e di celere consultazione per facilitare la comprensione delle modalità di integrazione delle preferenze di sostenibilità del cliente nella valutazione di idoneità ai sensi della *IDD*⁵. Dunque, l'Autorità, cogliendo tale richiesta, ha impostato un documento certamente di facile comprensione, ma soprattutto piuttosto completo e chiaro. La

⁴ Si veda *Disclosure e preferenze di sostenibilità dei clienti nel settore assicurativo. Il focus del Forum per la Finanza Sostenibile sui provvedimenti normativi dell'Unione Europea riguardanti l'industria SRI*, in *Forum per la Finanza Sostenibile*, 26 maggio 2022.

⁵ Per un approfondimento si veda *EIOPA, Consultation Paper*, 12 aprile 2022.

normativa mira, infatti, a garantire che gli investitori al dettaglio abbiano la possibilità di investire e risparmiare in modo sostenibile e facilitare la loro partecipazione alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, più sostenibile, efficiente sotto il profilo delle risorse e circolare, e in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile.

Gli intermediari assicurativi sono dunque chiamati ad operare secondo trasparenza e a raccomandare prodotto, tra cui nello specifico gli *IBIPs*, che vadano a soddisfare le preferenze di sostenibilità dei loro clienti o di potenziali clienti. Particolare attenzione è posta sul modo in cui le preferenze dei singoli clienti devono essere prese in considerazione quando gli assicuratori e gli intermediari assicurativi forniscono consulenza sugli *IBIP* nell'ambito della cosiddetta "*valutazione di idoneità*". Questa, infatti, rappresenta il requisito fondamentale per la protezione dei consumatori ai sensi della *IDD*: tale valutazione garantisce che gli assicuratori e gli intermediari assicurativi che forniscono consulenza forniscano ai loro clienti raccomandazioni personali su quali prodotti siano adatti a loro in base alla loro situazione personale. Si intende, dunque, evitare a tutti i costi pratiche di vendita scorrette che portino ad una "*rappresentazione errata degli IBIPs*". Talvolta, infatti, questi potrebbero essere ritenuti capaci di soddisfare determinate preferenze di sostenibilità pur senza essere adeguati a tal fine. Pertanto, fine ultimo della valutazione di idoneità è certamente quello garantire che gli assicuratori e gli intermediari assicurativi non raccomandino gli *IBIPs* come se soddisfacessero le preferenze individuali di sostenibilità laddove tali prodotti non lo facciano.

Anzitutto, secondo le linee guida *EIOPA* sull'integrazione delle preferenze di sostenibilità nella valutazione di adeguatezza, risulta necessario che le compagnie assicurative si accertino, in principio, che i clienti abbiano compreso appieno la nozione di "*preferenze di sostenibilità*" in tutte le sue diverse sfaccettature. Va

evitato, poi, se possibile, un linguaggio prettamente tecnico, ma soprattutto, le assicurazioni sono chiamate a spiegare in modo chiaro i significati dei diversi aspetti di sostenibilità. Dunque, devono essere enfatizzate le differenze tra: investimenti ecosostenibili, investimenti sostenibili e investimenti che considerano i PAI ovvero i Principali Impatti Avversi. L'EIOPA, consiglia poi l'utilizzo di note esplicative (contenute nelle linee guida) per meglio presentare tali tematiche. Dato che le compagnie di assicurazione e tutti gli intermediari assicurativi sono chiamati a valutare l'adeguatezza dei prodotti in termini di preferenze di sostenibilità, risulta fondamentale il momento della raccolta delle informazioni in tal senso. Queste possono essere raccolte come ultimo elemento all'interno della raccolta di informazioni sugli obiettivi di investimento, ma secondo le linee guida EIOPA, è necessario suddividere tale fase in due distinte micro-fasi:

1. individuazione della presenza di reali preferenze di sostenibilità da parte del cliente;
2. individuazione della proporzione minima di investimento.

In caso di risposta affermativa del cliente, l'assicurazione dovrebbe comprendere se le preferenze appena esposte riguardano solamente alcuni aspetti dell'investimento o l'intero prodotto. In caso di risposta negativa, invece, l'intermediario o l'assicurazione considereranno il cliente *"neutrale in termini di sostenibilità"*. Dunque, potranno essere proposti prodotti provvisti o sprovvisti di caratteristiche legate alla sostenibilità. Ciò, certamente, offre maggiori spunti di discrezionalità per gli intermediari, non più vincolati da *standard* di sostenibilità specifici.

Qualora sia già stata effettuata una valutazione di adeguatezza, le compagnie e gli intermediari dovrebbero utilizzare il successivo aggiornamento periodico della valutazione esistente per identificare le preferenze individuali di sostenibilità, sebbene non sia necessario attuare la valutazione periodica alla data

di applicazione dei nuovi requisiti. I soggetti preposti sono chiamati a raccogliere informazioni per verificare se la situazione del consumatore è cambiata oppure se le informazioni ottenute precedentemente siano ancora valide. In caso di cambiamenti intercorsi nel corso del tempo, l'assicurazione dovrebbe innanzitutto informare tempestivamente il cliente, valutando, al contempo, l'impatto del cambiamento avvenuto. Successivamente, il cliente deve essere informato della predisposizione di un rapporto di adeguatezza aggiornato. Infine, deve essere formulata una nuova raccomandazione ove richiesto dalle norme nazionali o laddove previsto dal contratto.

Tuttavia, in caso di prodotti che non corrispondano alle preferenze di sostenibilità del cliente, la compagnia o l'intermediario sono chiamati a spiegarne i motivi, informandolo della possibilità, eventuale, di riadattare l'investimento alle preferenze. Tale fase deve essere opportunamente documentata e rendicontata in una dichiarazione di adeguatezza. L'intermediario, in tal caso, può raccomandare un *IBIP* con caratteristiche che corrispondano al meglio alle preferenze generali del cliente. Ogni singola fase dell'attività di consulenza deve essere inoltre rendicontata in un apposito registro, il quale dovrà contenere tutte le informazioni rilevanti riguardo le situazioni in cui le preferenze di sostenibilità di un cliente vengono adattate, compresa una chiara spiegazione delle ragioni di tale adattamento⁶.

Alla luce di quanto detto sinora, risulta lampante la necessità di specifiche competenze ai fini della valutazione delle preferenze di sostenibilità. Le assicurazioni e gli intermediari, infatti, devono possedere le conoscenze e le competenze necessarie riguardo tali criteri e devono essere in grado di spiegare ai clienti i diversi aspetti in un linguaggio chiaro, conciso, comprensibile e non fuorviante. Specificamente, le compagnie dovrebbero assicurare la formazione dei

⁶ La decisione del cliente di adattare le proprie preferenze di sostenibilità e la motivazione devono essere registrati nella dichiarazione di adeguatezza.

dipendenti riguardo le tematiche *ESG*, ma soprattutto dovrebbero garantire una adeguata formazione degli stessi, al fine di incentivare anche uno sviluppo professionale continuo.

4. Risulta necessario, a questo punto, analizzare brevemente i Regolamenti di attuazione della *IDD* emanati dalla Commissione Europea, direttamente applicabili in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea, definiti come misure di II livello. Il 20 dicembre 2017 sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea i Regolamenti delegati della Commissione europea (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 del 21 settembre 2017, adottati in virtù dei poteri ad essa conferiti dalla direttiva *IDD*, aventi ad oggetto rispettivamente i requisiti in materia di governo e controllo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e gli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi⁷. In ordine al Regolamento (UE) 2017/2359 le disposizioni qui contenute concernono i conflitti di interesse, gli incentivi e la valutazione di idoneità e adeguatezza dei prodotti di investimento assicurativi. La disciplina prevede che vi sia conflitto tra interesse dell'impresa/intermediario ed interesse del cliente quando il primo, pur distinto dal secondo, ha una forte influenza sul risultato delle attività distributiva a

⁷ Il 6 aprile 2018 è stato pubblicato, nella Gazzetta Ufficiale europea, il Regolamento Delegato (UE) 2018/541 – entrato in vigore il 26 aprile 2018 –, le cui disposizioni hanno modificato la data di applicazione delle seguenti norme: Regolamento Delegato n. 2358/2017, in materia di requisiti di governo e controllo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi (“Product Oversight and Governance requirements” - POG); Regolamento Delegato n. 2359/2017, in materia di obblighi di informazione e norme di comportamento applicabili alla distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (“Insurance-Based Investment Products - IBIP). Il nuovo Regolamento 2018/541 ha allineato la data di applicazione di entrambi i citati Regolamenti Delegati POG e IBIP a quella prevista per l'applicazione, negli ordinamenti dei singoli Stati membri, della Direttiva *IDD*. A quest'ultimo riguardo, con la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale europea della Direttiva 2018/411/UE, la scadenza prevista per la trasposizione della Direttiva *IDD* nella normativa dei singoli Stati membri è stata spostata al 1° luglio, mentre la data di applicazione è stata posticipata al 1° ottobre 2018; cfr. P. CORRIAS, *Profili generali della nuova disciplina recata dalla Direttiva 2016/97/EU (A general analysis of the new Directive 2016/97/EU)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2/2018, pp. 160 ss.

svantaggio del cliente. Pertanto, una situazione di conflitto potrebbe verificarsi sia quando l'impresa o l'intermediario realizzino un guadagno o evitino una perdita a discapito del cliente, sia quando partecipino alla gestione o allo sviluppo dei prodotti, influenzandone il prezzo o i costi di distribuzione⁸. Le disposizioni della *IDD* e il Regolamento non contemplano affatto, tra le situazioni di conflitto, i benefici monetari e non monetari percepiti da terzi, al contrario di quanto accade nella *MiFID II*⁹. Secondo l'art. 8 del Regolamento gli incentivi non sono di per sé vietati, ma possono essere potenzialmente in grado di provocare effetti negativi sulla qualità del servizio al cliente tutte le volte in cui inducano il soggetto distributore allo svolgimento dell'attività in maniera contraria all'obbligo di agire *"in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente"*.

Quanto alla valutazione di idoneità e adeguatezza del prodotto, l'atto delegato prevede che le imprese e gli intermediari sono tenuti a raccogliere dai clienti o potenziali clienti tutte le informazioni che permettano di stabilire ragionevolmente se la propria raccomandazione personale sia coerente con la loro situazione finanziaria e capacità di sostenere perdite, oltre che con la conoscenza dello specifico prodotto o servizio offerto. Qualora non venga fornita nessuna di queste informazioni, l'impresa o l'intermediario si astengono dal prestare consulenza rispetto al prodotto offerto¹⁰. Le imprese e gli intermediari, una volta verificata la concreta affidabilità delle informazioni fornite dal cliente, provvedono al rilascio della dichiarazione di idoneità del prodotto¹¹.

⁸ Cfr. art. 3 Regolamento (UE) 2017/2359.

⁹ Secondo quanto riferito dalla Commissione nell'introduzione alla proposta di Regolamento, tale scelta, che si discosta dal parere tecnico fornito da EIOPA in data 1° febbraio 2017, è stata adottata "al fine di rispecchiare meglio le differenze fra il trattamento degli incentivi nella direttiva "IDD" e quelli contenuti nella direttiva MiFID II".

¹⁰ Cfr. art. 9 Regolamento (UE) 2017/2359.

¹¹ Cfr. artt. 10 e 14 Regolamento (UE) 2017/2359; si veda D. MARINO, A. PANTALEO, Distribuzione di prodotti di investimento assicurativi: le nuove regole di condotta europee, in *dirittobancario.it*, 2018.

Il Regolamento (UE) 2017/2358¹² dal canto suo, richiama espressamente il concetto di “*tutela preventiva*” del consumatore che prevedere un test del prodotto assicurativo per verificare se questo sia in grado o meno di soddisfare le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche individuati per il mercato di riferimento¹³. Una prima parte di quest’atto delegato¹⁴ contiene la disciplina di dettaglio dei requisiti in materia di governo del prodotto assicurativo richiesti, rispettivamente, per i soggetti che realizzano i prodotti assicurativi (a cui è riferito il Capo II) e per i distributori di prodotti assicurativi (a cui è riferito il Capo III). Nello specifico, il processo di approvazione di un prodotto deve contenere tutte le misure e le procedure per la progettazione, il monitoraggio, la revisione e la distribuzione dei prodotti assicurativi, proporzionate alla complessità e ai rischi connessi ai prodotti, oltre che alla natura, alla portata e alla complessità dell’attività del soggetto che realizza prodotti assicurativi¹⁵.

Per la prima categoria di soggetti, ossia quelli che realizzano i prodotti assicurativi, il Regolamento prevede che il processo di approvazione del prodotto sia stabilito in un documento scritto, a disposizione del personale addetto. Si tratta di un processo che deve essere tale da: garantire che la progettazione dei prodotti assicurativi tenga conto degli obiettivi, degli interessi e delle caratteristiche dei clienti; non arrecare danno ai clienti; impedire un pregiudizio al cliente; identificare il mercato di riferimento e il gruppo di clienti compatibili per ciascun prodotto¹⁶; supportare una corretta gestione dei conflitti di interesse. Precisi obblighi

¹² Cfr. S. ANGELI - M. DEBONI, *La distribuzione assicurativa e il Regolamento PRIIPs*, in *mercatieassociati.it*, 2017.

¹³ Cfr. V. SANASI D’ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Diritto dei mercati finanziari e assicurativi*, 2018, pp. 59 ss.

¹⁴ Cfr. artt. 4-11 Regolamento (UE) 2017/2358.

¹⁵ Si veda T. TRIDIMAS, *The General Principles of EU Law*, Oxford University Press, 2006, pp. 137 ss.: “the principle of proportionality works, thanks to Article 5.4 TEU, as a device on hand by the EU judge to pin down the margin of discretion of the EU legislator”.

¹⁶ È fatta salva la possibilità, per i prodotti di investimento assicurativi, di individuare gruppi di clienti le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi non sono compatibili generalmente con il prodotto assicurativo.

incombono quindi in capo ai produttori di prodotti assicurativi i quale sono tenuti in primis a testare il prodotto stesso per verificare se soddisfi le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche individuati per il mercato di riferimento, poi a monitorare e rivedere regolarmente i prodotti assicurativi immessi sul mercato e selezionare attentamente i canali di distribuzione adeguati per il mercato di riferimento, fornendo ai distributori tutte le informazioni adeguate sui prodotti assicurativi, sul mercato di riferimento individuato e sulla strategia di distribuzione suggerita. I distributori dei prodotti assicurativi dal canto loro, devono agire in conformità agli obiettivi del processo di approvazione del prodotto, sotto costante monitoraggio dei soggetti realizzatori. I distributori, secondo la disciplina contenuta nel Regolamento, devono disporre di meccanismi di distribuzione (specificati in un documento scritto reso disponibile al personale addetto) caratterizzati da apposite misure dirette ad ottenere dal soggetto che realizza il prodotto tutte le informazioni necessarie sui prodotti assicurativi che intendono offrire ai loro clienti¹⁷.

Qualsiasi modalità di distribuzione messa in atto dai distributori di prodotti assicurativi deve coincidere con la strategia di distribuzione definita dai soggetti che realizzano i prodotti assicurativi e, che nel caso in cui un prodotto assicurativo non sia in linea con gli interessi, obiettivi e caratteristiche del mercato di riferimento individuato o vi siano circostanze che possano arrecare danno al cliente, i distributori sono tenuti ad informare prontamente il soggetto che realizza il prodotto¹⁸. Fondamentali sono stati i recenti interventi dell'Unione Europea sui Regolamenti menzionati. La trasformazione energetica ed ecologica del *Green Deal* europeo passa dalla creazione di un quadro normativo capace di favorire, stimolare e incoraggiare cittadini, imprese ed investitori a scelte ispirate al

¹⁷ Cfr. <https://www.anasf.it/le-misure-di-esecuzione-della-idd>.

¹⁸ Si vedano S. ANGELI - M. DEBONI, *La distribuzione assicurativa e il Regolamento PRIIPs*, in *mercatieassociati.it*, 2017; V. SANASI D'ARPE, *Riflessioni sul governo e controllo del prodotto nel mercato assicurativo*, in *Diritto dei mercati finanziari e assicurativi*, 2018, pp. 59 ss.

principio della sostenibilità. Ed è proprio per questo che l'Unione Europea ha deciso di apportare una serie di modifiche agli atti delegati del settore assicurativo relativamente all'integrazione dei fattori di sostenibilità, alla identificazione dei rischi di sostenibilità e delle relative preferenze per quanto attiene ai requisiti organizzativi e alle condizioni di esercizio delle società assicurative.

Il 21 aprile del 2021 infatti, come premesso, la Commissione ha adottato sei atti delegati sulla consulenza in materia di investimenti e assicurazioni, sui doveri fiduciari e sul governo e controllo dei prodotti, con la finalità di garantire che tutte le imprese finanziarie includano gli aspetti legati alla sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti. Questo "Progetto di Regolamento" contiene delle proposte della Commissione che riguardano l'integrazione dei fattori e dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di *Product Oversight and Governance (POG)* per le imprese di assicurazione e i prodotti assicurativi e le norme di comportamento e la consulenza in materia di investimenti per gli *Insurance-Based Investment Products*. A tal proposito, è necessario affermare che la disciplina *POG* regolata dal Regolamento IVASS n. 45/2020, si pone come obiettivo la centralità del cliente: i bisogni del cliente, infatti, rivestono un ruolo prioritario nell'ideazione, nella costruzione e nel monitoraggio dei prodotti immessi sul mercato. Nella definizione del mercato di riferimento devono inoltre essere presi a riferimento:

- le tipologie di clienti cui è rivolto il prodotto;
- i rischi a cui sono esposte le già citate tipologie;
- le esigenze e gli obiettivi dei clienti cui è rivolto il prodotto;
- l'età dei clienti ed il relativo profilo occupazionale, oltre che la situazione familiare;
- il livello di conoscenza del cliente riguardo la complessità del prodotto.

Inoltre, a tal proposito, le compagnie sono chiamate ad adottare ogni misura ragionevole e procedure organizzative adeguate al fine di assicurare che: il prodotto sia distribuito all'interno del mercato di riferimento; il prodotto non sia distribuito ai clienti che rientrano nel mercato di riferimento negativo; l'eventuale distribuzione a clienti al di fuori del mercato di riferimento sia realizzata a condizione che il cliente non appartenga comunque al mercato di riferimento negativo e che il prodotto corrisponda alle esigenze assicurative del cliente. L'attività di monitoraggio del prodotto è prevista nel continuo e non solo su base annuale e deve comprendere: la verifica della correttezza delle valutazioni effettuate prima della commercializzazione del prodotto e la verifica sui canali di vendita al fine di valutarne la congruità; l'esame del numero e della tipologia di reclami presentati.

Continuando il discorso riguardante le modifiche opportune alle strategie distributive, va detto che con l'atto delegato n. 2614 la Commissione europea ha proposto di modificare i Regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 nei due modi seguenti: *in primis* integrando le preferenze dei clienti in termini di sostenibilità nella valutazione dell'adeguatezza¹⁹. L'integrazione delle preferenze sui temi della sostenibilità come elemento caratterizzante del mercato di riferimento deve riguardare quindi tutte le fasi della *POG*²⁰. Secondo il quadro normativo attuale come già visto, tutte le informazioni sugli obiettivi di investimento riguardano generalmente solo gli obiettivi finanziari, tralasciando gli altri obiettivi non finanziari del cliente, come ad esempio quelli legati alla sostenibilità. Visti i diversi prodotti cui si applicano la *IDD*, l'*SFDR* e il Regolamento

¹⁹ Cfr. ESG: proposte della Commissione europea di modifica dei Regolamenti delegati (UE) 2017/2358, 2017/2359 e 2015/35, in [rplt.it](#).

²⁰ I produttori di prodotti assicurativi devono considerare i fattori di sostenibilità nel processo di approvazione del prodotto di tutti i prodotti assicurativi e in tutti gli altri elementi di presidio di governo e controllo del prodotto solo per i prodotti caratterizzati da un profilo di sostenibilità.

(UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio²¹, il Progetto di Regolamento ha inteso garantire che gli strumenti finanziari che abbiano un certo livello di rilevanza in relazione alla sostenibilità potessero essere raccomandati ai clienti o potenziali clienti che esprimono preferenze di sostenibilità²²; in secondo luogo, integrando i rischi di sostenibilità nei requisiti in materia di governo e controllo del prodotto e nelle norme in materia di conflitti di interesse. Nell'attuale quadro istituito dalla *IDD*, il processo di approvazione del prodotto indica per ciascun prodotto assicurativo il mercato di riferimento e garantisce che tutti i rischi attinenti a tale mercato siano stati analizzati e valutati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il mercato medesimo. Il Regolamento delegato (UE) 2017/2358 detta delle condizioni per l'individuazione del mercato di riferimento che però non prevedono in maniera esplicita con quali modalità dettagliate le imprese di assicurazione, gli intermediari assicurativi che realizzano prodotti assicurativi e i distributori di prodotti assicurativi debbano integrare gli obiettivi legati alla sostenibilità. Il Progetto di Regolamento, pertanto, ha chiarito che i fattori e gli obiettivi legati alla sostenibilità debbono da ora in poi essere presi in considerazione nel processo di controllo e di governo dei prodotti assicurativi.

Il Regolamento delegato (UE) 2021/1257 della Commissione ha rappresentato quindi un tassello importante per la creazione di un progetto di sostenibilità che tocca ormai ogni settore della vita quotidiana²³. È questo il passo

²¹ C.d. Regolamento Tassonomia.

²² Le preferenze di sostenibilità riguardano pertanto strumenti finanziari che sono investiti, almeno in una certa misura, o in attività conformi alla tassonomia a norma del regolamento sulla tassonomia o in investimenti sostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 17, dell'SFDR, tra cui rientrano anche le attività conformi alla tassonomia o che tengono conto delle esternalità negative degli investimenti sull'ambiente o sulla società in termini di principali effetti negativi sulla sostenibilità.

²³ Si veda REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2021/1257 DELLA COMMISSIONE del 21 aprile 2021 che modifica i regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e di governo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e nelle norme di comportamento e nella consulenza in materia di investimenti per i prodotti di investimento assicurativi in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R1257&from=EN>.

che arriva a chiarire che le attività di consulenza delle imprese finanziarie e i servizi di gestione del portafoglio devono essere oramai necessariamente organizzate in modo tale da fornire ai clienti informazioni precise sulle preferenze di investimento e sulle preferenze di sostenibilità: le imprese di investimento saranno così tenute ad includere i fattori di sostenibilità nei processi di consulenza e nella gestione del portafoglio evitando tutti i possibili rischi di *greenwashing*²⁴.

5. Come già ampiamente anticipato, tra i più recenti contributi normativo-regolamentari nel settore assicurativo, assume rilevanza il Regolamento IVASS n. 45/2020, volto a completare la disciplina normativa comunitaria e nazionale relativa ai requisiti di governo e controllo del prodotto. I principali ambiti disciplinati nell'ambito del Regolamento sono:

- gli organi sociali. Infatti, il Regolamento identifica le responsabilità degli Organi Sociali coinvolti nel processo di approvazione e distribuzione dei prodotti assicurativi. Alla luce di ciò, l'Organo Amministrativo del Produttore è da considerarsi responsabile dell'osservanza delle norme sul processo di approvazione dei prodotti assicurativi. Il Regolamento in questione ha previsto un'apposita disciplina del ruolo dell'Organo Amministrativo in merito all'osservanza delle norme sui meccanismi di distribuzione e sulla definizione del mercato di riferimento effettivo;
- la funzione *compliance*. L'IVASS ha inteso chiarire in modo opportuno i compiti della funzione di verifica della conformità alle norme (cosiddetta funzione "*compliance*"). Tale funzione ha infatti la responsabilità di monitorare lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure e delle misure di governo dei prodotti assicurativi oltre che di predisporre un'adeguata reportistica riguardante gli

²⁴ Per *greenwashing* si intende una pratica adottata da alcune aziende con cui costruiscono, in maniera artificiosa, un'immagine di sostenibilità del brand attraverso campagne di marketing dedicate, senza però adottare concrete strategie di business tese a limitare gli impatti ambientali e sociali delle proprie attività.

elementi connessi alle verifiche e alle analisi in merito alla corretta definizione ed efficacia della procedura di approvazione e revisione di ciascun prodotto;

- il mercato di riferimento, test e monitoraggio. Attraverso il Regolamento, infatti, si intendono individuare le regole e gli elementi da considerare ai fini dell'individuazione del mercato di riferimento e del mercato di riferimento negativo (rispettivamente "*target market*" e "*tarket market negativo*"). Il Regolamento, inoltre, identifica gli elementi che il Produttore è chiamato a valorizzare nell'ambito delle attività correlate al *testing* del prodotto (prima della relativa distribuzione) e disciplina il processo di monitoraggio dei prodotti assicurativi;

- i flussi informativi. Si richiede infatti la definizione e lo scambio di flussi informativi tra produttori e distributori. Lo scambio è inoltre soggetto a formalizzazione in apposito accordo oltre che a revisione periodica;

- i meccanismi di distribuzione. Questi non devono consentire la distribuzione di un prodotto nei confronti di clientela rientrante nel *Target Market* negativo individuato dal produttore;

- gli obblighi di controllo, in capo alle strutture responsabili della distribuzione assicurativa per i distributori iscritti nelle Sezioni A, B ed F del RUI.

Sintetizzando, è possibile affermare che, in un tale contesto, l'efficientamento dei processi e dei prodotti offerti deriva certamente da una migliore implementazione del *framework POG*, che deve tener conto inevitabilmente, ai fini di una sempre maggior tutela del cliente/consumatore, dell'influenza dei fattori legati alla sostenibilità²⁵. Aumento della qualità dell'offerta e rafforzamento della fiducia e dell'interesse della clientela nei confronti del settore diventerebbero, dunque, i principali benefici di tale impostazione.

²⁵ Cfr., per un settore particolare, G. BERTI DE MARINIS, *Patrimonio culturale e fattori ESG nel mercato assicurativo*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2020, 1, 53 ss.

6. Da anni, oramai, la comunità scientifica internazionale spinge la popolazione a combattere i cambiamenti climatici e il riscaldamento globale, oramai considerati vere e proprie conseguenze del processo di antropizzazione del pianeta. I livelli di inquinamento sempre più elevati, l'anidride carbonica prodotta con la combustione e gli interventi di deforestazione aumentano a dismisura l'effetto serra e il surriscaldamento globale, provocando effetti drammatici sul delicato equilibrio dell'ecosistema. Rischi e conseguenze di tutto ciò sono noti a tutti: si va dall'innalzamento dei mari alla siccità, agli incendi boschivi ed alle inondazioni. Dunque, alla luce di tali conseguenze, spesso nefaste, risulta fondamentale una *"lotta condivisa e coordinata"* a livello globale. Tuttavia, questa prevederebbe quasi certamente dei costi insostenibili.

Fondamentale, oggi e soprattutto in futuro, è il ruolo della comunità finanziaria internazionale, definita dagli studiosi come vero attore chiave nella lotta ai cambiamenti climatici, grazie alla sua capacità di attrarre e indirizzare i capitali privati verso investimenti sostenibili. Non a caso, la Commissione EU ha pubblicato nel 2018 un *"Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile"*, con la previsione di un pacchetto di misure specifiche che fanno leva anche sulle nuove direttive relative ai mercati degli strumenti finanziari (*Mifid II*) e della direttiva sulla distribuzione assicurativa (*IDD*). Dunque, anche la Commissione sembra aver enfatizzato il ruolo chiave della consulenza finanziaria.

Pertanto la comunità finanziaria e, in particolare, le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi sono chiamati ad offrire prodotti adeguati alle esigenze dei clienti sulla base delle informazioni richieste alla propria clientela, attraverso i questionari di *demand & need* e adeguatezza. Infatti, il processo consulenziale di raccolta delle informazioni riguardo l'apertura dei clienti a tematiche *ESG* può svolgere un ruolo centrale nel riorientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità. L'opportunità per il futuro sta dunque nello

sviluppare prodotti capaci di soddisfare esigenze svariate ed eterogenee di sostenibilità tenendo inoltre conto del fatto che studi e ricerche hanno dimostrato come un accurato processo di pianificazione *ESG* tenda a individuare con anticipo fattori di rischio che l'analisi tradizionale non può cogliere, offrendo quindi più protezione a chi investe. Da non sottovalutare, infine, è il ritorno in termini di pubblicità e *appeal* per le compagnie assicurative, oltre che la possibilità di riuscire a fronteggiare future fasi negative, grazie ad elevate *performance* e stabilità. Sarà compito della regolamentazione di settore, ancora *in nuce*, accompagnare questi cambiamenti, in un delicato equilibrio fra interessi pubblici e regole del mercato.

Roberta Lo Conte

Dottore di ricerca

nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

**IL POTERE SANZIONATORIO DI BANCA D'ITALIA.
LA PORTATA DEI CAMBIAMENTI.
NOTE AL PROVVEDIMENTO DI BANCA D'ITALIA
DEL 29 LUGLIO 2022 N. 302 ***

*(The Bank of Italy's sanctioning power. The scope of the changes.
Commentary on Bank of Italy Provision No. 302 of 29 July 2022)*

ABSTRACT: *The purpose of this contribution is to offer insights into the changes introduced by the recent Bank of Italy Order No. 302 on sanctions and the administrative sanction procedure to be applied in the event of violations. With the provision under comment, the BoI has included within the sanctioning procedure the newly established Anti-Money Laundering Supervision and Regulation Unit, which is responsible for approving measures against subjects who have engaged in unlawful money laundering conduct and terrorist financing. Indeed, in recent times, due to Covid-19 and the current war in Ukraine, the need for control concerning the prevention of money laundering and the fight against terrorism has increased even more. Above all, it is necessary to ensure the proper diversion of the economic and financial measures required to cope with the consequences of the pandemic and, to date, also the energy crisis. In this contribution, thus, we offer considerations aimed at assessing, firstly, the adequacy of this measure and, subsequently, whether it is proportional to what is happening in the present times.*

SOMMARIO: 1. Premessa 2. Addentellati normativi 3. Portata delle modifiche al sistema sanzionatorio 4. Considerazioni conclusive.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

1. Il recente provvedimento n. 302 del 29 luglio 2022 emanato da Banca d'Italia offre l'opportunità di soffermarsi sul rilievo delle modifiche apportate alle *Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa* adottate il 18 dicembre 2012 e modificate, da ultimo, in data 13 agosto 2020.

Più nel dettaglio, le *Disposizioni* in commento contengono la disciplina applicabile agli intermediari bancari e finanziari, volta a sanzionare le violazioni delle disposizioni poste a presidio della «sana e prudente gestione»¹ dell'attività bancaria e finanziaria, della correttezza e trasparenza dei comportamenti, nonché della prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo.

È ben noto come i poteri sanzionatori della Banca d'Italia siano stati profondamente innovati con l'avvio del SSM e con il recepimento delle direttive dell'Unione europea in materia² che hanno dato vita ad un nuovo assetto della vigilanza bancaria, connotato da un approccio maggiormente interventista e repressivo delle violazioni della disciplina, nell'ottica di istituire un quadro prudenziale europeo proporzionato.

A rafforzare l'utilità e lo scopo della disciplina sanzionatoria è stata la Corte EDU, con la sentenza *Grande Stevens e altri contro l'Italia* del 2014, con la quale si è affermato che le sanzioni in materia bancaria e finanziaria sono atte a tutelare interessi di carattere generale, quali la «sana e prudente gestione».

Nell'attuale contesto storico e finanziario, è emersa sempre più l'esigenza di

¹ Principio base del diritto bancario europeo fissato dal Legislatore comunitario nella direttiva n. 2000/12/CE, traslato prima all'interno della direttiva n. 2006/48/CE e, successivamente, nella n. 2013/36/UE.

² Tra le altre, hanno avuto un particolare impatto sulla recente attività sanzionatoria della Banca d'Italia: la direttiva UE/2013/36 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (*Capital Requirements Directive, CRD IV*), la direttiva UE/2015/849 sulla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e la direttiva UE/2015/2366 sui servizi di pagamento nel mercato interno (*Revised Payment Services Directive, PSD2*).

controllo sui mercati anche in virtù del mutevole contesto normativo di riferimento. In effetti, dalle diverse crisi che si sono proliferate negli ultimi anni, è derivata una crescente necessità di tutela e una diffusa esigenza nel ridefinire l'ambito delle sanzioni applicabili e dei soggetti, interni alla Banca d'Italia, predisposti ad irrogarle.

In tal senso, il testo delle *Disposizioni* in esame, in prospettiva di un maggiore allineamento alle innovazioni degli assetti organizzativi e procedurali conseguenti alla costituzione dell'Unità Supervisione e Normativa Antiriciclaggio, ha introdotto quest'ultima nella procedura sanzionatoria.

Sotto il profilo attuativo, occorre precisare che le modifiche apportate con il provvedimento in commento si applicheranno alle irregolarità accertate successivamente all'entrata in vigore³ dello stesso e, per quel che concerne i procedimenti pendenti, questi continueranno a seguire l'*iter* procedurale previgente.

2. Al fine di addivenire ad un corretto inquadramento giuridico della fattispecie occorre richiamare le norme europee e nazionali che disciplinano il potere sanzionatorio della Banca D'Italia nonché la regolamentazione rilevante in ambito di antiriciclaggio e prevenzione del terrorismo.

Dal punto di vista del quadro normativo europeo, è doveroso menzionare il Regolamento europeo⁴ istitutivo del quadro di cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la Banca centrale europea e le Autorità nazionali competenti volto a creare un'*univocità del comando*⁵ al fine di predisporre una «vigilanza bancaria conforme a *standard* comuni di livello elevato in tutta la zona

³ Il provvedimento n. 302 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale del 10 agosto 2022 n. 186 ed entrato in vigore il giorno successivo.

⁴ Regolamento (UE) n. 468/2014 della Banca Centrale Europea del 16 aprile 2014.

⁵ L'espressione è di CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA. VV., CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2019, p. 88.

euro»⁶. Va, tuttavia, precisato che non rilevano le dimensioni dell'intermediario vigilato qualora le violazioni dello stesso riguardino materie estranee alla vigilanza della BCE come in caso di inosservanza dei doveri di trasparenza, riciclaggio di denaro e finanziamenti del terrorismo. I poteri sanzionatori della BCE⁷ sono, invece, direttamente applicabili nei casi in cui i soggetti *significativi*⁸ violino atti giuridici europei quando la sanzione prevista abbia natura pecuniaria, ovvero, nel caso di violazioni di regolamenti e decisioni della BCE, senza distinzione in merito alla significatività dei soggetti⁹. È altresì necessario citare il Regolamento europeo¹⁰ in materia di poteri della BCE di irrogare sanzioni agli enti creditizi ai sensi del diritto dell'Unione.

Al fine di comprendere meglio i punti di vista che si intendono evidenziare nel corso del presente contributo, occorre far luce sulla disciplina europea in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. In primo luogo, si intende far riferimento alla Quinta direttiva antiriciclaggio¹¹ che si propone di ostacolare l'impiego delle nuove valute virtuali

⁶ Cfr. Relazione alla “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio”, COM (2012) 511, par. 1.

⁷ Sul piano della ripartizione di competenze tra Autorità nazionali ed BCE, si veda, fra gli altri, CAPRIGLIONE, *L'unione Bancaria Europea, Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013

⁸ L'art. 2, punto 20, del Regolamento (UE) n. 468/2014 elenca i soggetti sottoposti alla vigilanza nell'ambito del MVU, includendovi le banche, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria miste e le succursali di enti creditizi insediate negli Stati membri partecipanti, nonché, a certe condizioni, le controparti centrali. Si veda altresì BCE, *Guida alla vigilanza bancaria*, settembre 2014, p. 10 ss.

⁹ In argomento, si vedano: CLARICH, *Le sanzioni amministrative bancarie nel meccanismo di vigilanza unico*, in *Banca, impr., soc.*, 2014, p. 333 ss. nonché in *Scritti per Franco Belli*, Pisa, 2014, p. 127 ss.; CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 177 ss.; SUPINO, *Nuovo regime sanzionatorio e poteri delle autorità di controllo del settore finanziario*, in *federalismi.it*, 25 gennaio 2017, partic. p. 7 ss.; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2020, p. 252.

¹⁰ Regolamento (UE) n. 2015/159 del Consiglio del 27 gennaio 2015 che modifica il regolamento (CE) n. 2532/98.

¹¹ Trattasi della Direttiva (UE) n. 2018, successiva alla Quarta direttiva antiriciclaggio, la n. 2015/849/UE, con la quale il Legislatore europeo è intervenuto per ampliare la nozione di riciclaggio al fine di ricomprendere espressamente i reati fiscali tra quelli possibili e per rafforzare gli obblighi di verifica della clientela. Si veda, per un maggiore approfondimento sul punto:

per finalità criminali.

Ancor di più, in data 20 luglio 2021 la Commissione europea ha presentato un pacchetto di proposte legislative volte a rafforzare le norme dell'Unione europea in materia di lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo (c.d. AML). Il pacchetto comprende anche una proposta di regolamento in materia di adeguata verifica e trasparenza della titolarità effettiva ed ha l'obiettivo di armonizzare la legislazione europea sotto il profilo dell'efficacia delle misure. Tale pacchetto ha altresì lo scopo di migliorare l'individuazione di transazioni e attività sospette, colmando le lacune regolamentari presenti¹².

D'altra parte, dal punto di vista del quadro normativo nazionale¹³, appare opportuno fare una breve ricognizione della normativa interna che in questa sede interessa. Orbene, la cornice legislativa in materia di antiriciclaggio è oggi rappresentata dal Decreto Legislativo 21 novembre 2007, n. 231, (c.d. Decreto Antiriciclaggio) da ultimo modificato dal D.Lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, e dalle relative disposizioni di attuazione emanate dal Ministro dell'economia e delle finanze, dall'Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia e dalle Autorità di vigilanza di settore. In particolare, la potestà sanzionatoria della Banca d'Italia trova applicazione ai sensi dell'art. 59 del Decreto Antiriciclaggio. Tale norma disciplina i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e prevede l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria, da 5.000 a 30.000 euro, per i componenti

<https://uif.bancaditalia.it/normativa/norm-antiricic/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

Per argomentazioni critiche alla Direttiva, si rinvia a URBANI, MINTO, *La Quarta direttiva europea in materia di antiriciclaggio, tra luci, ombre e prospettive*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2017, I, p. 119 ss.

¹² Per un maggiore approfondimento sulle precedenti Direttive Antiriciclaggio dell'Unione Europea, si rinvia al seguente link: <https://uif.bancaditalia.it/normativa/norm-antiricic/>

¹³ Non potendo in questa sede addivenire ad una esaustiva ricognizione della disciplina, si rinvia a URBANI, *Gli strumenti di contrasto dell'economia illegale*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, op.cit., p. 543 ss. Ed ancora, RAZZANTE, *Commentario alle nuove norme contro il riciclaggio*, Padova, 2008. Infine, in merito alle sanzioni amministrative si rimanda a CLARICH, *Le sanzioni amministrative nel testo unico in materia bancaria e creditizia: profili sostanziali e processuali*, in *Banca impresa società*, 1995, p. 59 ss..

degli organi di controllo presso gli intermediari bancari e finanziari che omettono di effettuare le comunicazioni obbligatorie, indicate all'art. 46 del Decreto Antiriciclaggio. Ed ancora, il successivo art. 62 del medesimo decreto indica le violazioni e le conseguenti sanzioni applicabili agli intermediari bancari e finanziari e ai titolari di funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Si intende altresì menzionare l'art. 65 del Decreto Antiriciclaggio che prevede l'applicabilità delle previsioni di cui all'articolo 145 del Testo Unico Bancario -in quanto compatibili- ai procedimenti sanzionatori relativi a violazioni delle disposizioni in materia di antiriciclaggio rientranti nelle attribuzioni della Banca d'Italia. Tale ultima disposizione conferisce alla Banca Nazionale Italiana il potere di adottare o integrare proprie disposizioni in materia di procedura sanzionatoria amministrativa.

A conclusione di tali premesse ricognitive della disciplina che in questa sede interessa, va rilevato che il Legislatore, sia nazionale che europeo, ha rafforzato sempre più il sistema dei poteri di regolamentazione, vigilanza e irrogazione della sanzione, al fine di conferire una logica normativa unitaria. Di conseguenza, nell'ordinamento italiano, è stata attribuita una potestà sanzionatoria piena e diretta in capo alla Banca d'Italia senza la necessità di intervento di altri soggetti.

3. Con il provvedimento in esame, nel recepire l'istituzione dell'Unità di Supervisione e Normativa Antiriciclaggio, è stato introdotto -rispetto all'assetto precedente- che, in caso di violazioni delle disposizioni in materia di antiriciclaggio, l'accertamento si perfezioni con l'approvazione degli atti da parte del Capo dell'Unità neoistituita. In tal modo, viene ampliato il potere sanzionatorio nelle mani di Banca d'Italia al fine di rendere la vigilanza più incisiva.

In effetti, nell'assetto antecedente al progetto che in questa sede si intende analizzare, venivano considerate soltanto le violazioni delle disposizioni in materia

di trasparenza delle condizioni contrattuali e di correttezza dei rapporti con i clienti, perfezionando l'accertamento con *l'apposizione agli atti del visto del Capo del Dipartimento Tutela della clientela ed educazione finanziaria*, (o, in caso di sua assenza o impedimento, del Vice Capo Dipartimento o, in sua vece, del Capo del Servizio designato). Così facendo, vi sarebbe stato il rischio di non adeguare la disciplina sanzionatoria italiana a quella europea.

Ancor di più, con il sempre più crescente numero di segnalazioni ai fini sanzionatori, non sarebbe stato sufficiente un unico dipartimento atto a valutare (e, se del caso, approvare) tutte quelle segnalazioni che venivano attivate per generiche violazioni in materia di *trasparenza delle condizioni contrattuali e di correttezza dei rapporti con i clienti*. Ed ancora, anche in merito alle conclusioni istruttorie, è stata introdotta la specifica per cui, nei procedimenti riguardanti violazioni in materia di antiriciclaggio, il visto è apposto dal Capo dell'Unità di Supervisione e Normativa Antiriciclaggio.

A tal proposito, va notato che, poiché le sanzioni bancarie sono orientate a perseguire la finalità di supervisione sugli operatori del sistema, risultano essere un efficace strumento di vigilanza teso ad assicurare l'effettività delle regole. Di conseguenza, la proposta di irrogazione della sanzione che perviene al Direttorio viene fatta propria dal dirigente apicale della Vigilanza, o, come modificato, dal Capo dell'Unità di Supervisione, chiamati ad apporvi il proprio visto.

Qualora poi i casi esaminati si rivelassero di particolare complessità, o ponessero all'attenzione questioni nuove o di carattere sistemico, prima della formulazione della proposta motivata al Direttorio da parte del Servizio Rapporti Istituzionali di Vigilanza, è previsto un approfondimento ulteriore da parte della Commissione per l'Esame delle Irregolarità, la quale formula parere vincolante ai fini della successiva proposta al Direttorio. Sicché, emerge il nesso funzionale che si intende garantire tra poteri sanzionatori e vigilanza bancaria in generale.

Dalla lettura del provvedimento, si deduce poi che la neofita Unità debba essere resa partecipe della fase istruttoria e, dunque, di tutta la documentazione che il soggetto ritenuto in violazione delle disposizioni di antiriciclaggio produca in sede di contraddittorio. Spetterà all'intermediario l'indicazione dell'unità organizzativa presso la quale può essere presa visione dei documenti istruttori e delle altre unità organizzative della Banca d'Italia alle quali le eventuali controdeduzioni devono essere trasmesse.

Si può dunque affermare che, antecedentemente al provvedimento n. 302, la disciplina si riferiva in via del tutto generica alla *trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza dei rapporti con i clienti*, volendo ricomprendere con tale formulazione anche la violazione delle disposizioni in materia di antiriciclaggio e contrasto al terrorismo. Di contro, con il provvedimento *de quo*, si addivene ad una più specifica disciplina che, almeno in linea teorica, introducendo l'Unità di Supervisione e Normativa di Antiriciclaggio, lascia sempre meno spazio al verificarsi di pratiche illecite.

Di qui, si è spinti a supporre che, se nell'assetto disciplinare interno della Banca d'Italia in merito ai provvedimenti sanzionatori in materia di antiriciclaggio e contrasto al terrorismo potesse esservi una lacuna regolamentare, al momento attuale, si stia tentando di colmarla. Ciò, si ritiene, anche in virtù del fatto che la sanzione debba avere quel carattere general- preventivo proprio delle fattispecie criminose e, dunque, ha la funzione di prevenire il verificarsi di comportamenti illeciti da parte di una pluralità di consociati.

È senz'altro il caso di sottolineare come il provvedimento *de quo* abbia subito modifiche ed implementazioni costanti nel corso degli anni. Da ultimo, nel 2020, l'Autorità di Vigilanza ha esteso il testo delle *Disposizioni*¹⁴, allineandolo alle

¹⁴ Provvedimento del 13 agosto 2020 con cui sono state modificate le *Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa* adottate il 18 dicembre 2012. Ultima

innovazioni degli assetti organizzativi e procedurali conseguenti alla costituzione del Dipartimento Tutela della clientela ed educazione finanziaria.

Sicché, si può ben notare come, al fine di garantire la «sana e prudente gestione» dell'intero sistema, i poteri di Banca d'Italia si siano sempre più ampliati. In effetti, già in tempi più remoti il complesso di poteri attribuiti a Banca d'Italia è stato notevolmente ampliato passando da un sistema fondato inizialmente sulla punibilità della persona fisica a uno incentrato anche sulla punibilità della persona giuridica. Come noto, tale inversione di tendenza è stata richiesta dalla Direttiva CRD IV, sia per consentire l'armonizzazione della disciplina comunitaria in materia, avvicinando il nostro sistema sanzionatorio a quello degli altri paesi, sia per incentivare gli intermediari vigilati ad adottare misure organizzative e formative volte a prevenire la commissione di violazioni da parte del personale in ossequio dei principi della *behavioral law and economics*¹⁵.

Sotto altro profilo, preme sottolineare come i compiti della nuova Unità¹⁶ non collideranno con quelli del già esistente UIF¹⁷, in particolare, la neoistituita si occuperà di svolgere le attività di analisi e intervento in materia di riciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo, collaborando con le altre Autorità competenti. L'Unità avrà altresì il compito di seguire la produzione normativa nazionale ed internazionale di rilievo per le finalità istituzionali, intrattenendo i rapporti con il Parlamento, il Governo e le altre Amministrazioni pubbliche nonché con le Autorità di vigilanza; curerà la predisposizione e

modifica rispetto all'antecedente del 2020 risale a quella operata con Provvedimento del 15 gennaio 2019.

¹⁵ La dottrina della *behavioral law and economics* evidenzia l'inefficacia di una enforcement policy retta da logiche meramente intimidatorie e fondata per lo più sull'inasprimento delle risposte punitive. *Ex multis*, si vedano SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in 69 *Q. J. Econ.*, 1955 e SUNSTEIN (edited by), *Behavioral Law and Economics*, Cambridge University Press, 2000; nonché GOTTFREDSON, HIRSCHI, *A General Theory of Crime*, 1990.

¹⁶ In merito ai compiti dell'Unità di Supervisione e Normativa Antiriciclaggio si rimanda a <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/organizzazione/ac/unita-supervisione/index.html>

¹⁷ In merito alle mansioni dell'UIF si veda <https://uif.bancaditalia.it/sistema-antiriciclaggio/ordinamento-italiano/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

l'aggiornamento della normativa di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo; si occuperà di sviluppare i metodi di analisi e valutazione dei soggetti vigilati al fine di contrastare le suddette pratiche illecite e, ancora, avrà il compito di elaborare i criteri operativi da applicare nell'esercizio dell'attività di controllo e di intervento. Tale Unità, inoltre, condurrà l'analisi periodica dei rischi di sistema in materia di riciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo. Tale circostanza sarà soddisfatta in condizioni di violazioni gravi, ripetute, sistematiche ovvero plurime, che potranno essere desunte dalla loro idoneità a esporre l'intermediario a rischi di riciclaggio, finanziamento del terrorismo o, più in generale, a rilevanti rischi legali e/o reputazionali. Infine, sarà compito dell'Unità apporre il visto, previa valutazione delle violazioni, nei casi in cui sia necessario irrogare sanzioni pecuniarie ai soggetti che abbiano violato le disposizioni in materia di antiriciclaggio e finanziamento al terrorismo.

In conclusione sul punto, si può affermare che, tramite l'operato dell'Unità di Supervisione e Normativa Antiriciclaggio, vi sarà una ulteriore garanzia di valutazione di quei soggetti che violino le disposizioni in materia di antiriciclaggio e contrasto al terrorismo. Va da sé che sarà così garantita una maggiore attenzione anche per le violazioni relative alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con i clienti.

4. Sulla base di quanto precede, c'è da domandarsi quale sia l'effettiva portata e funzione dell'istituzione dell'Unità di Supervisione e Normativa Antiriciclaggio. Inoltre, ci si chiede se la risposta data dalla Banca d'Italia possa essere tale da ritenersi adeguata e proporzionata al vigente quadro europeo sopra descritto.

Preliminarmente, occorre dunque valutare se l'istituzione di una nuova Unità preposta al vaglio delle misure punitive in materia di riciclaggio abbia la funzione di

deterrente nel garantire una «sana e prudente gestione» e se sia sufficiente anche alla luce dell'aumento delle procedure sanzionatorie dovute alla situazione attuale di crisi sistemica¹⁸.

È appena il caso di sottolineare che la Banca d'Italia stia seguendo le orme di quanto predisposto a livello europeo, recependo le direttive in materia e ampliando così i suoi poteri sanzionatori.

Si intende però evidenziare come Banca d'Italia dovrà fare ulteriori sforzi per adeguarsi all'impianto e alle necessità europee anche in virtù del fatto che l'Italia sia tra i paesi candidati alla sede della nuova Autorità antiriciclaggio europea¹⁹.

Orbene, data la natura transfrontaliera della criminalità, la nuova Autorità dovrebbe apportare un forte contributo alla lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Tra gli altri compiti, contribuirà all'armonizzazione e al coordinamento delle prassi di supervisione sia nel settore finanziario che in quello non finanziario. Supervisionerà direttamente i soggetti finanziari a rischio elevato e coordinerà le Unità di informazione finanziaria.

Tuttavia è lecito domandarsi se, sul piano delle concretezze, questo sia solo il primo dei provvedimenti che la Banca d'Italia intenda adottare al fine di adeguarsi agli *standards* europei, ovvero se utilizzerà la lungimiranza che ha dimostrato nel corso degli anni nella pronta reazione a problematiche urgenti.

Alla luce di quanto suesposto si ritiene che vi saranno ulteriori passi da fare al fine di dimostrare l'adeguatezza del sistema italiano a quello europeo. In

¹⁸ Nel 2021 le segnalazioni di operazioni sospette hanno superato le 139.000 unità, con un incremento di oltre 26.000 segnalazioni rispetto all'anno precedente (+23,3 per cento), il più alto valore assoluto registrato dall'Unità di informazione finanziaria. I primi cinque mesi dell'anno corrente hanno continuato a evidenziare una crescita, anche se più contenuta, del flusso segnalatico (61.412 segnalazioni, +4,9 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno). Si veda, per maggiori dettagli in proposito, il Rapporto annuale dell'UFI emesso in data 24 giugno 2022.

¹⁹ Per maggiori approfondimenti in materia, si rinvia al Parere della BCE del 16 febbraio 2022 in merito all'istituzione della Autorità europea per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Di seguito il link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022AB0004&from=IT>

particolare, tale adeguatezza sarà dimostrata con l'adozione di ulteriori provvedimenti proporzionali alle violazioni e, di conseguenza, all'irrogazione di idonee sanzioni repressive di comportamenti illeciti.

Nell'attuale momento storico, esempio paradigmatico dell'esigenza di adeguarsi alla normativa europea e di implementare il sistema nazionale è quello inerente al PNRR e alla conseguente necessità di evitare che vi sia una erronea distrazione di risorse economiche rispetto agli obiettivi. Di qui, dunque, l'esigenza di un ruolo sanzionatorio ma anche preventivo della Banca d'Italia. In effetti, ai fini della prevenzione dei rischi di infiltrazione criminale nell'impiego dei fondi rivenienti dal PNRR, occorre valorizzare l'adempimento degli obblighi antiriciclaggio per consentire la tempestiva individuazione di eventuali sviamenti delle risorse rispetto all'obiettivo cui dovrebbero tendere. Ad avvalorare il rischio connesso al PNRR che si intende evidenziare, vi è la capacità di reagire con prontezza a eventi improvvisi e inattesi, come sta avvenendo al momento attuale, in relazione all'inasprimento delle sanzioni economiche contro la Russia e la Bielorussia.

In effetti, l'Italia si trova ora in una fase di difficoltà legata agli effetti economici del conflitto in Ucraina che potrà comportare, nel medio termine, l'avvio di una modernizzazione strutturale del Paese che potrà (*rectius*: dovrà) essere sostenuto dagli investimenti e dalle riforme considerati nel PNRR. Di tutta evidenza, andrà ancor di più scongiurato il rischio che l'impegno finanziario previsto dal Piano non sia intaccato dalle pratiche illegali con finalità di riciclaggio e terrorismo.

Orbene, come già evidenziato, il ruolo della nuova Unità sarà anche quello di prevenzione -oltre che di sanzione- di comportamenti illeciti sempre al fine di garantire la «sana e prudente gestione» del sistema finanziario.

In conclusione si ritiene che, come per quanto è avvenuto con la crisi del 2008, ove le sanzioni amministrative hanno assunto un ruolo rilevante, così accadrà nell'attuale momento di crisi finanziaria in cui queste assumeranno sempre più un

ruolo centrale nella punizione economica e sociale. Vi è, dunque, nel contesto così delineato, la necessità di sottolineare come si sia giunti alla consapevolezza che, in ambito sanzionatorio, la Banca d'Italia si sia conquistata piena indipendenza attraverso il proprio *agere*, al fine di indurre «il legislatore a riconoscere formalmente quel che già accadeva nella realtà»²⁰.

A ben vedere, però, si intende rammentare ancora una volta come le integrazioni cui la Banca d'Italia è recentemente pervenuta siano soltanto il punto di partenza per adeguare il sistema italiano all'attuale momento storico e alla normativa europea, al fine di garantire la «sana e prudente gestione» dell'intero sistema bancario e finanziario.

Claudia Milli

Dottore di ricerca

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

²⁰ Cfr. MERUSI, PASSARO, *Le autorità indipendenti. Un potere senza partito*, Bologna, 2003, p. 7.

SUPERVISIONE SULLE CRIPTOVALUTE NELLA PROSPETTIVA DI UN MERCATO PIÙ TRASPARENTE E SICURO *

*(The supervision on cryptocurrencies and the need for transparent
and safe market)*

ABSTRACT: *The growing spread of new technologies connected to the cryptocurrencies is affecting the whole banking and financial sector. Due to his complexity, to invest in this kind of financial asset could be a risk for banks, financial institutions and mainly customers.*

Consequently, the regulators and the policy-makers should adapt the regulatory framework to preserve the financial stability. As of today, several proposal such as licensing, public register and money laundering prevention are going to be in place with the aim to strength the efficient of this kind of market. The aforementioned novelty should have positive implications in terms of market transparency.

The aim of the following pages is to provide an overview of the status quo and the first proposals that the policy-makers are evaluating to enhance the supervision to preserve the financial stability.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le cripto-attività e la finanza decentralizzata. - 3. Opzioni regolamentari a fondamento del registro degli operatori in valute virtuali. - 4. La proposta di regolamento MiCA. - 5. Trasparenza delle informazioni e prospettive di supervisione. - 6. Conclusioni

1. Nell'ambito delle ultime innovazioni regolamentari, numerose proposte perseguono l'obiettivo di incrementare i livelli informativi riferibili alle criptovalute,

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

al fine di tutelare i relativi utilizzatori e consentire un'efficace azione di supervisione. Non v'è dubbio, infatti, che l'incremento della trasparenza possa produrre effetti variegati nel mercato di riferimento; ciò in una duplice prospettiva che, da un lato, sia pro-concorrenziale e, dall'altro, contrasti i rischi legati all'utilizzo della crittografia e dell'innovazione tecnologica.

Tali considerazioni traggono origine dall'opinione - quasi unanime - secondo cui la trasparenza nei mercati è una condizione necessaria affinché non sia minata l'efficienza allocativa.¹ Pertanto, nella fattispecie, è necessario che gli investitori conoscano gli elementi essenziali delle criptovalute per poterne valutare la convenienza economica e, quindi, il prezzo. Va da sé che considerazioni siffatte siano state poste a fondamento del ragionamento condotto dai policy-makers, i quali - nei tempi recenti - sono attenti a cogliere tutte le esternalità positive di un quadro normativo destinato a regolare i comparti in cui circola il risparmio. Da qui la validità intrinseca della proposta europea per l'introduzione di una serie di misure atte a migliorare la trasparenza e la gestione dei rischi collegati all'investimento e all'utilizzo delle criptovalute stesse.²

Inoltre, l'avvento di tecnologie sempre più complesse - legate alle attività criptografiche - può comportare asimmetrie informative in grado di pregiudicare

¹Si consenta di rinviare a Dir. 2014/65/UE. Sugli obblighi imposti dalla MIFID II v. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, Resp. civ. e prev., 2016, 991 ss; PERRONE *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, Banca borsa. tit. cred., 2015, 31 ss. LUPOLI, citato da MALVESIO, *La natura della trasparenza finanziaria fra tutela dell'interesse dei clienti ed integrità dei mercati*. Si veda inoltre Banca d'Italia. *Disposizioni su Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari – Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, disponibile sul sito della stessa autorità. Utile ricordare quanto riportato nell'art. 21, comma 1 del TUF: "Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività".

²Ci si riferisce ad esempio alla sesta direttiva antiriciclaggio, alla proposta di licensing per chi opera con le crypto-attività, all'istituzione di un registro europeo e alla più strutturata proposta di regolamento MiCA.

l'efficienza economica dei processi e l'equità sociale nell'allocazione delle risorse. Donde, un'attenzione particolare del regolatore circa l'esigenza di migliorare l'efficacia delle misure atte a contrastare il rischio di riciclaggio dei capitali attraverso l'investimento in prodotti siffatti.

Ciò posto, va considerato che l'efficienza delle misure disciplinari potrebbe non esaurire i propri effetti in un contesto di prevenzione del riciclaggio dei capitali. Appare invece plausibile che tali misure siano in grado di produrre una serie di esternalità positive atte a migliorare l'efficienza informativa - e quindi operativa - a beneficio di diversi stakeholder.

Da qui, l'esigenza di valutare se la nuova regolazione sia in grado di conseguire i tradizionali obiettivi di tutela dei diritti individuali dei cittadini europei e di salvaguardia della stabilità del mercato dei capitali interno all'UE. Nell'affermativa, divengono auspicabili azioni di vigilanza volte ad assicurare - in un contesto competitivo - sia la trasparenza delle informazioni riferibili alle criptovalute, sia la stabilità dei relativi prezzi (al presente segnati da elementi di volatilità poco compatibili con la finalità di tutela del risparmio cui si informa il nostro ordinamento costituzionale).

2. L'esponentiale aumento delle operazioni in crypto-attività - al 24 agosto 2022 risulta una capitalizzazione di mercato pari a circa 1.024 miliardi di dollari³ con un numero totale di monete virtuali stimato in decine di migliaia - ha portato un nuovo ventaglio di rischi per utenti e intermediari. Nello specifico ci si riferisce ai rischi legati all'utilizzo delle crypto-attività e della finanza decentralizzata (decentralized finance, DeFi), resi possibili anche dallo sviluppo delle tecnologie dei registri distribuiti (distributed ledger technologies, DLT)⁴ utilizzate sinora per

³La capitalizzazione di mercato è stata presa dal sito coin market cap.

⁴Si veda la relazione annuale della Banca d'Italia del 31 maggio 2022 in cui è riportato che "Le DLT sono tecnologie che permettono di registrare, condividere e sincronizzare in maniera decentralizzata

l'emissione e alla negoziazione di criptovalute.⁵

Ed invero, le cripto-attività si incardinano in un ecosistema tecnologico caratterizzato da una continua evoluzione. Ci si riferisce, in particolare, alla proliferazione di nuove tecnologie che seppur foriere di opportunità significative per il progresso sociale, al contempo espongono gli intermediari e - soprattutto - i consumatori finali a nuovi pericoli, in termini di perdite patrimoniali. Per una corretta classificazione delle fonti di pericoli siffatti, occorre distinguere - tra le cripto-attività - i cd. stablecoins i quali sono emessi a fronte di riserve composte da attività reali o finanziarie (ad es. oro, petrolio o obbligazioni in dollari americani) e le altre criptovalute che non prevedono alcuna forma di garanzia (ad es. i cosiddetti unbacked crypto-assets).⁶

Queste ultime, in quanto prive di un valore intrinseco, presentano un prezzo che risponde prevalentemente alla classica logica del mercato di domanda e offerta; logica da cui deriva un'elevata volatilità e l'utilizzo da parte degli operatori per lo più a finalità speculative.⁷ Inoltre, concorrono a rendere le unbacked crypto-assets una tipologia di cripto-attività particolarmente rischiosa per gli investitori, diversi elementi caratteristici, quali - ad esempio: l'assenza di un emittente ben

informazioni riguardanti, ad esempio, il trasferimento della proprietà di un bene o di un'attività finanziaria; si avvalgono di identiche copie di un unico registro informatico (ledger) memorizzate presso molteplici computer, denominati nodi. Riguardo le cripto-attività, sebbene il termine venga in genere utilizzato con riferimento a rappresentazioni digitali di valore che possono essere trasferite, negoziate e archiviate elettronicamente attraverso l'utilizzo della crittografia e delle DLT, mancano attualmente una definizione concordata tra le autorità e una classificazione armonizzata a livello internazionale. Per DeFi si intende l'insieme di applicazioni e di protocolli che consentono di impiegare, prendere a prestito e scambiare cripto-attività attraverso smart contracts, programmi informatici eseguiti automaticamente su una DLT al verificarsi di specifiche condizioni.”

⁵Si rinvia alla comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività del giugno 2022.

⁶Esistono inoltre gli utility tokens, una tipologia di cripto-attività che offre l'accesso a un bene o servizio fornito dall'emittente, e i non fungible tokens, una rappresentazione digitale di beni non fungibili (ossia non interscambiabili con altri beni identici), come un'opera d'arte; cfr. A. Caponera e C. Gola, Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività», Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 484, 2019.

⁷Cfr. il comunicato stampa congiunto tra Banca d'Italia e Consob, “Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività” del 28 aprile 2021.

identificato e di attività reali o finanziarie a contropartita degli strumenti emessi, la mancanza di trasparenza nei meccanismi di formazione dei prezzi, nonché l'assenza di specifici obblighi informativi a carico degli emittenti e degli offerenti e di attività di controllo specifiche.⁸

Se da un lato è indubbio che il fenomeno delle cripto-attività abbia assunto una valenza globale, dall'altro il tessuto normativo attuale appare ancora in una fase embrionale. Pertanto, si versa in presenza di un quadro disciplinare poco idoneo a produrre effetti coercitivi positivi per quanto concerne la tutela dei risparmiatori. Occorre tuttavia sottolineare che a quanto testé indicato è rivolta una particolare attenzione da parte dei policy-makers e del supervisore, alimentata anche dagli eventi negativi che hanno funestato il comparto in esame.⁹ Sono molte infatti le iniziative regolamentari in corso di esecuzione, le quali si prefiggono l'ambizioso scopo di creare prodotti (i.e. le cripto-attività) che siano sostenibili in termini di rischio e rendimento, nonché di proteggere il mercato del risparmio stesso.

Ciò posto, appaiono più che mai urgenti interventi in grado di innalzare esponenzialmente tanto la trasparenza del mercato attraverso l'introduzione di specifici obblighi a carico di emittenti e degli offerenti di queste cripto-attività; obblighi propedeutici sia alla formazione dei relativi prezzi, sia ad un'azione di monitoraggio da parte delle autorità pubbliche.

Al presente, l'azione europea ha prodotto due proposte di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio. Nello specifico si tratta della proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (MiCA) e della proposta di regolamento concernente un regime pilota

⁸Si rinvia al paper "Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets" del 16 febbraio 2022 disponibile nel sito del Financial Stability Board.

⁹Si consenta rinviare all'articolo "Reports show scammers cashing in on crypto craze" di giugno 2022 disponibile sul sito della Federa Trade Commission americana o anche all'articolo "La truffa delle criptovalute" di ROCIOLA del 22 agosto 2022 rinvenibile sul sito del quotidiano La Stampa.

per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (PDMIR).

3. Dal 16 maggio 2022 è stato istituito il registro per gli operatori in valuta virtuale gestito dall'Organismo Agenti e Mediatori (OAM).¹⁰ Tali disposizioni rilevano per coloro che già svolgono l'attività, anche online, in Italia, e sono in possesso dei requisiti di legge. Gli stessi potranno continuare ad operare ma dovranno presentare domanda di iscrizione al neocostituito registro entro i 60 giorni successivi al 16 maggio.¹¹ Nei casi in cui non sia rispettato il termine o vi sia un diniego all'iscrizione da parte dell'Organismo, l'eventuale esercizio dell'attività sarà considerato abusivo.

Trattasi di un obbligo di comunicazione relativo a dati relativi a prestatori di servizi finalizzati all'utilizzo di valuta virtuale e prestatori di servizi di portafoglio digitale, e attiene a diversi soggetti preposti, quali persone fisiche e/o giuridiche. Rilevano al riguardo i requisiti per l'iscrizione, previsti dalla normativa in vigore, che si differenziano in base ai soggetti preposti: per i soggetti diversi dalle persone fisiche sede legale e amministrativa in Italia o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; per le persone fisiche cittadinanza italiana o di uno Stato dell'Unione europea o di Stato diverso, domicilio nel territorio della Repubblica.

Oltre a ciò, appaiono di particolare rilevanza le previsioni secondo cui all'atto della registrazione dovranno essere indicati una serie di dati puntuali, necessari a circoscrivere il perimetro di operatività. Nello specifico dovranno essere indicati: i propri dati anagrafici (della società, in caso di persone giuridiche, inclusi dati

¹⁰Si rinvia all'articolo "Criptovalute: registro degli operatori al via il 16 maggio" disponibile nel sito fiscoetasse.

¹¹Si rinvia al comunicato stampa "OAM: attivo dal 16 maggio prossimo il registro per gli operatori in valuta virtuale" dell'Organismo Agenti e Mediatori pubblicato in data 11 maggio 2022 e disponibile sul sito dell'organismo.

anagrafici del legale rappresentante), identificativo fiscale, estremi documento di identificazione, un indirizzo di posta elettronica certificata (PEC), la tipologia di attività e servizi prestati, le modalità di svolgimento del servizio (punti fisici, ATM, indirizzi web).

Per quanto concerne i tempi di iscrizione rileva dapprima il termine di 15 giorni che l'OAM ha a disposizione, dal momento della ricezione, per verificare regolarità e completezza della comunicazione e della documentazione sottostante, tuttavia, nelle fattispecie in cui la comunicazione sia ritenuta incompleta o necessaria di un'integrazione della documentazione, può optare, una sola volta, per una sospensione dei termini per un massimo di 10 giorni. Decorsi predetti termini, se la documentazione richiesta risultasse non pervenuta o insufficiente, l'OAM ha la facoltà di negare l'iscrizione nella Sezione speciale del Registro, dandone tempestiva e motivata comunicazione all'interessato che può comunque procedere in un secondo momento a presentare una nuova richiesta di iscrizione.

A ben considerare, di notevole rilevanza anche le prescrizioni secondo cui, una volta consolidata l'iscrizione, gli operatori devono trasmettere all'OAM i dati relativi alle operazioni effettuate sul territorio della Repubblica. Tale segnalazione ha cadenza trimestrale e prevede che dovranno essere trasmessi, per singolo cliente, i relativi dati identificativi e dati sintetici sull'operatività complessiva in Italia.

È opportuno, pertanto, chiedersi se un costrutto basato sul meccanismo della trasparenza potrebbe avere un effetto positivo nel mercato.¹² È infatti previsto che nella Sezione speciale del Registro accessibile ai terzi saranno annotate diverse informazioni rilevanti, rilevano: cognome e nome del prestatore di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale o di portafoglio digitale se persona fisica o denominazione sociale e sede legale o sede della stabile organizzazione nel

¹²Per una disamina sui rischi si veda ESAs, EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets. ESA 2022 15, del 15 marzo 2022 disponibile nel sito dell'ESMA.

territorio della Repubblica in caso di soggetto diverso da persona fisica; codice fiscale o partita IVA, ove assegnato; indicazione della tipologia di servizio prestato; indirizzo dei punti fisici di operatività, compresi gli eventuali sportelli automatici (ATM), e/o l'indirizzo web tramite il quale il servizio è svolto.

In conclusione, seppur tale costruito appare un obiettivo fondamentale ai fini della trasparenza del mercato, occorre tuttavia domandarsi se l'istituto in parola, poiché non costituito da norme coercitive, possa di per sé già produrre esternalità positive nel mercato. In ogni caso, nell'attesa di vedere i primi risultati del registro, va ricordato che lo stesso è sicuramente uno dei tasselli fondamentali e di cui il regolatore può avvalersi per migliorare l'efficienza e la trasparenza in mercati di specie.

4. Quanto pocanzi rappresentato si colloca nel più ampio ecosistema di proposte del regolatore finalizzate a migliorare l'efficienza del mercato delle cripto-attività nell'Unione. Nelle scorse settimane la presidenza del Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (MiCA) per quanto riguarda gli emittenti di cripto-attività non garantite, e i cosiddetti stablecoin, nonché le piattaforme di negoziazione e i portafogli in cui sono detenute le cripto-attività.¹³

Tale quadro normativo è candidato a ricoprire l'ambizioso ruolo di migliorare e preservare la stabilità finanziaria dell'Unione.¹⁴ Al contempo, tuttavia, l'interesse

¹³Si veda il comunicato stampa del 30 giugno 2022 del Consiglio Europeo "Finanza digitale: raggiunto l'accordo sul regolamento europeo sulle cripto-attività (MiCA)" disponibile sul sito.

¹⁴Cfr. anche PELLEGRINI and DI PERNA, Cryptocurrency (and bitcoin), a new challenge for the regulator, *Open Review of Management, Banking and Finance*, March 2018, LEMMA, Quali controlli per le monete virtuali?, Università Parthenope, Capri, giugno 2022 e MASERA, Le criptovalute e l'Infosfera: sfide e opportunità per le banche e le autorità di regolazione, *Atti della*

dei policy-makers è volto anche a minimizzare le implicazioni in termini di innovazione per non minare la crescente attrattiva del settore delle cripto-attività.¹⁵

Ciò posto, l'attesa è per una maggiore chiarezza nel framework normativo dell'Unione, poiché, l'emissione di un siffatto regolamento armonizzato andrebbe a tracciare un solco, utile a tutti gli Stati membri - anche coloro che abbiano già provveduto con alcune iniziative nazionali finalizzate a regolamentare le cripto-attività - per delimitare un perimetro ben definito.¹⁶

Non di minor rilevanza le disposizioni secondo cui, i fornitori di servizi per le cripto-attività dovrebbero rispettare requisiti rigorosi per proteggere i portafogli dei consumatori e diventare responsabili in caso di perdita delle cripto-attività degli investitori. Con le nuove norme, il MiCA andrebbe a coprire anche ogni tipo di abuso di mercato connesso a qualsiasi tipo di operazione o servizio, in particolare per quanto riguarda la manipolazione del mercato e l'abuso di informazioni privilegiate.

L'introduzione di predetto regolamento andrebbe a proteggere i consumatori da alcuni dei rischi connessi agli investimenti in cripto-attività con l'ambizione di evitare anche che gli stessi possano cadere vittime di sistemi fraudolenti. Attualmente il framework normativo in essere, atto a tutelare i consumatori, appare ulteriormente migliorabile al fine di assicurare una più stringente protezione soprattutto per quelle transazioni che hanno luogo al di fuori dall'UE.

Conferenza Unimarconi, Associazione Guido Carli e Università Parthenope, Roma 5 luglio 2022, in corso di pubblicazione.

¹⁵Per una prima lettura, cfr. D. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D. ARNER – D. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *European Banking Institute Working Paper Series No. 2020/77* ove si evidenzia che la Commissione UE ha proposto una regolamentazione su misura per siffatte attività; essa, a ben considerare, si basa sull'attuale corpus della normativa UE in materia finanziaria e su un regime di prospetto su misura per i crypto-asset, previa supervisione da parte delle autorità nazionali e dell'Autorità bancaria europea.

¹⁶Cfr. LEMMA, "Banking" e "shadow banking" al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del "Market" in "Crypto-Assets (MiCA)", in *Rivista di diritto bancario*, 2020, n. 4, pt. 1, p. 851 ss.

L'accordo raggiunto, una volta entrato a regime, prevede che i fornitori di servizi per le cripto-attività avranno bisogno di un'autorizzazione per operare all'interno dell'UE. Pertanto, ne consegue che le autorità nazionali saranno i soggetti preposti atti a valutare ed eventualmente rilasciare predette autorizzazioni.¹⁷ Rileva inoltre la previsione secondo cui, per quanto concerne i principali fornitori di servizi per le cripto-attività, le autorità nazionali trasmetteranno regolarmente le informazioni pertinenti all'ESMA.¹⁸

Inoltre, con l'obiettivo di promuovere ulteriormente la trasparenza, l'ESMA dovrebbe istituire un registro dei fornitori di servizi per le cripto-attività, più strutturato pertanto dell'istituto pocanzi rappresentato, contenente informazioni sui soggetti autorizzati a prestare tali servizi in tutta l'Unione. Tale registro dovrebbe includere anche i White Paper sulle cripto-attività notificati alle autorità competenti e pubblicati dagli emittenti di cripto-attività.

Relativamente agli NFT (non fungible token), ossia le attività digitali che rappresentano oggetti reali come l'arte, la musica e i video, di non trascurabile rilevanza la decisione secondo cui saranno esclusi dall'ambito di applicazione, a meno che gli stessi rientrino nelle categorie di cripto-attività esistenti, del predetto regolamento. Ciò posto, è previsto che alla Commissione europea, entro 18 mesi, spetterà il non banale compito di avviare una valutazione globale e, qualora sia ritenuta necessaria, una più strutturata e specifica proposta legislativa. La stessa, dovrebbe essere orizzontale e dovrebbe assumere caratteristiche di specificità e proporzionale, affinché sia possibile creare un regime per gli NFT finalizzato a regolamentarne le transazioni ed affrontare i rischi emergenti di questo nuovo mercato.¹⁹

¹⁷Stando all'accordo preliminare, le autorità dovrebbero esprimersi entro 3 mesi.

¹⁸Si rinvia anche all'articolo "Cripto-attività, ecco cosa cambia col Regolamento MICA: obiettivi, perimetro, prossimi step" disponibile sul sito dell'agenda digitale.

¹⁹Si veda CARRIERE - Il Regolamento MICA e il rebus NFT disponibile sul sito dirittobancario.

Di notevole rilevanza l'attenzione del citato regolamento all'aspetto della trasparenza, necessario a ridurre quelle asimmetrie informative che creano distorsioni nell'efficienza allocativa di operatori ed investitori. Non è dunque un caso che il primo articolo stabilisce che il regolamento si applica ad emittenti e fornitori di servizi per le cripto-attività e fissa obblighi uniformi in materia di trasparenza e di informativa in relazione all'emissione, al funzionamento, all'organizzazione e alla governance dei fornitori di servizi per le cripto-attività, nonché prevede norme e misure a tutela dei consumatori per prevenire gli abusi di mercato.²⁰

Una volta che l'accordo in parola sarà approvato dal Consiglio e dal Parlamento europeo sarà oggetto di una procedura di adozione formale.

5. Le misure testè rappresentate vanno ad incardinarsi nel più ampio solco delle novità regolamentari che a partire dagli eventi scatenati dalla crisi Lehman Brothers²¹ hanno segnato uno spartiacque in cui nell'Unione è stato ridisegnato il perimetro e l'ambito di supervisione dei soggetti vigilati.²² L'esigenza di trovare dei

²⁰Sulla questione della trasparenza in particolare in riferimento alle criptovalute si veda M. PELLEGRINI, *Transparency and circulation of cryptocurrencies*, *Open Review of Management Banking and Finance*, 2021, p. 1 ss.

²¹La letteratura giuridica sulla crisi economico-finanziaria è sterminata. Un ottimo punto di partenza per comprendere la genesi della crisi è rappresentato tuttavia dal volume di CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Padova, Cedam, 2009.

²²Sul percorso evolutivo della regolamentazione e vigilanza finanziaria in Europa prima e dopo la Grande Crisi del 2007-2008 e la crisi dei debiti sovrani del 2010-2012 si rinvia, tra gli altri, a: BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della Vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca, Impresa, Società*, 1/2015; CAPRIGLIONE, *Financial Crisis and Sovereign debt. The European Union Between Risks and Opportunities*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2012; CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013; CAPPIELLO, *The EBA and the Banking Union*, in *European Business Organisation Law Review* 16, 2015; CAPPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d'Italia*, luglio 2016; D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *La crisi dei mercati*, 2011; ENRIA, *Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa*, Intervento al Congresso Annuale delle Associazioni dei Mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX), 13 febbraio 2010 (disponibile sul sito Banca d'Italia); ENRIA, *Establishing the Banking Union and repairing the Single Market*, in *Political, Fiscal and Banking Union in the Eurozone?*, 2013;

correttivi tanto armonizzati quanto innovativi ha stimolato un dibattito tra policy-makers e regolatori in cui sono state discusse una serie di possibili innovazioni normative.²³

Di notevole rilevanza tra le proposte è il costrutto che si ancora all'introduzione di un insieme fondato sulla riserva di attività; riserva riferita sia alla prestazione di 'servizi per le crypto-attività', sia alla gestione di 'piattaforme di negoziazione di crypto-attività'.²⁴ Non v'è dubbio che il richiamo all'istituto della riserva di attività evidenzia l'intenzione di sottoporre a controllo i soggetti che si cooperano per l'interazione di molteplici interessi riguardanti per l'acquisto e la vendita degli strumenti finanziari in parola, con la conseguenza di sottoporre al controllo pubblico le attività necessarie per addivenire alla conclusione di contratti relativi allo scambio di tali strumenti.²⁵

A suffragare tale conclusione è la stessa BCE che in una recente comunicazione ove, in linea con la proposta di regolamento MiCA, sembra accogliere di buon grado la proposta contenuta nel regolamento MiCA di estendere

LAMANDINI, MUNOZ DAVID, *Eu Financial Law. An introduction*, 2016; MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia, settembre 2013; MASCIANDARO e QUINTYN, *Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures before and after the Crisis*, in *European Company Law* 6, no. 5, 2009; Moloney, *EU financial market regulation after the global financial crisis: "more Europe" or more risks?*, in *Common Market Law Review*, 47 (5), 2010; STAIKOURAS e TRIANTOPOULOS, *Financial Supervision after the Crisis: The Structures, the Lessons, and the Way Forward*, in *European Business Law Review*, Volume 27, Issue 1, 2016.

²³Si veda anche CAPRIGLIONE - *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive* in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al fasc. n. 1, 2022.

²⁴Cfr. AA.VV., *Crypto-Assets: Implications for Financial Stability, Monetary Policy, and Payments and Market Infrastructures*, ECB Occasional Paper No. 223, 2019, per una sintesi dell'analisi della Task Force della BCE per i crypto-assets. In essa, infatti, si evidenzia una caratterizzazione delle crypto-attività che possa supplire alla assenza di una definizione comune, quale base per lo sviluppo di monitoraggi ed analisi coerenti di questo fenomeno. Ciò, induce a ritenere che, nel mercato attuale, i rischi o le potenziali implicazioni dei crypto-assets sono limitati e/o gestibili sulla base dei quadri normativi e di sorveglianza esistenti, anche se appaiono maturi i tempi per riservare l'esercizio di attività siffatte a soggetti vigilati.

²⁵Così LEMMA in "Banking" e "shadow banking" al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del "Market" in "Crypto-Assets (MiCA)", op. cit.

l'istituto della licenza anche alle attività legate alle criptovalute.²⁶

Più nello specifico la BCE ricorda che la concessione di licenze agli istituti di credito è essenziale per la regolamentazione e la vigilanza pubblica del sistema finanziario europeo. Su tale istituto si basa la fiducia nel sistema finanziario che dipende dalla consapevolezza del pubblico che solo gli istituti autorizzati operano al suo interno. Allo stesso tempo, la BCE puntualizza che la concessione di licenze non dovrebbe soffocare la concorrenza, l'innovazione finanziaria o il progresso tecnologico.

Come pocanzi riportato i mercati dei crypto-asset si stanno sviluppando rapidamente, pertanto, tra i vari intermediari interessati al suddetto segmento di mercato vi sono anche gli istituti bancari che stanno valutando se e come parteciparvi. Al riguardo è compito della BCE - in quanto autorità responsabile delle autorizzazioni bancarie nell'ambito della vigilanza bancaria europea - garantire che l'operatività delle stesse, al fine di minimizzare un eventuale rischio sistemico, sia condotta in un'ottica sicura e solida, nel rispetto dei principi sopra citati.²⁷

Attualmente, come più volte sottolineato, non esiste un quadro normativo armonizzato che disciplini le attività e i servizi di criptovaluta nell'UE. Ciò posto, al fine di garantire un adeguato level playing field,²⁸ la BCE collabora strettamente con le autorità di vigilanza nazionali per garantire un approccio coerente e standard elevati in tutti i Paesi.

Numerose sono le iniziative normative di armonizzazione in corso a livello europeo e internazionale che definiranno il più ampio quadro normativo nell'ambito del quale andrebbe definito quando ed in che modo le attività con

²⁶Si veda la comunicazione della BCE del 17 agosto 2022 “Licensing of crypto-asset activities” disponibile sul sito.

²⁷Per una disamina puntuale sul rischio sistemico si rinvia a MONTAGNA, TORRI, COVI, On the origin of systemic risk, pubblicato a Dicembre 2020 e disponibile tra i working papers della BCE.

²⁸Cfr. SICLARI - Gold plating e nuovi principi di vigilanza regolamentare sui mercati finanziari, in amministrazione in cammino, 2007

criptovalute sono consentite e come gli intermediari dovranno gestire i rischi che esse ne comportano.²⁹ Oltre al predetto accordo per il regolamento MiCA, a livello internazionale, è attivato anche il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Quest'ultimo sta monitorando le esposizioni delle banche ai cripto-asset e una volta finalizzate le norme dettagliate sul trattamento prudenziale di tali esposizioni dovrebbe pubblicarne le disposizioni.³⁰

Nel frattempo, ciò che rileva è che i quadri normativi nazionali che regolano i cripto-asset divergono notevolmente. In Italia come riportato precedentemente al fine di migliorare la trasparenza è stato introdotto il registro degli operatori in valute virtuali, in Germania, alcune attività di criptovalute sono soggette all'obbligo di licenza bancaria e, ad oggi, diverse banche hanno richiesto l'autorizzazione a svolgere tali attività. Tuttavia, sono ancora in corso valutazioni sul punto ed è proprio in questo contesto che la BCE sta prendendo provvedimenti per armonizzare la valutazione delle richieste di licenza.³¹

Per quanto riguarda la liquidità e il capitale, non sono ancora stati definiti

²⁹Si veda l'articolo "Crypto transfers would have to follow bank rules under new E.U. regulations" del 30 Giugno 2022 disponibile nel sito NBC news, o anche l'articolo di SCHUMBA "Bank of England Panel Calls for Enhanced Crypto Regulation to Limit Contagion" del 5 Luglio 2022 rinvenibile nel sito coindesk.

³⁰Si vedano i documenti "Basel Committee consults on prudential treatment of cryptoasset exposures" del 10 Giugno 2021 e "Basel Committee publishes second consultation document on the prudential treatment of banks' cryptoasset exposures" del 30 giugno 2022 disponibili entrambi nel sito del comitato di Basilea.

³¹Nel comunicato si rileva che come per qualsiasi altra procedura di autorizzazione, la BCE e l'autorità nazionale competente applicano i criteri della CRD quando valutano le richieste di autorizzazione per le attività e i servizi relativi ai cripto-asset. Nel fare ciò, la BCE presta particolare attenzione ai seguenti aspetti:

modello di business: il modo in cui l'attività proposta corrisponde all'attività complessiva e al profilo di rischio dell'istituto; governance interna: se le politiche e le procedure dell'istituto sono adeguate per identificare e valutare i rischi unici dei cripto-asset; e valutazioni di idoneità e correttezza: in questo caso si applicano gli stessi criteri generali di idoneità e correttezza di qualsiasi procedura di autorizzazione, compresa la competenza informatica. Maggiore è la complessità o la rilevanza dell'attività crittografica, più alto deve essere il livello di conoscenza ed esperienza nel campo delle criptovalute. I manager senior o i membri del consiglio di amministrazione con conoscenze informatiche rilevanti e i chief risk officer con una solida esperienza in questo settore sono importanti garanzie.

requisiti specifici per i fondi propri, dato il lavoro tuttora in corso da parte del Comitato di Basilea per affrontare i rischi posti dai crypto-asset.³² Inoltre, l'autorità di vigilanza europea sta valutando una serie di rischi innovativi - a partire da quelli operativi e informatici - cui, data la peculiarità degli strumenti finanziari in parola, porre l'accento. Questi includono, ad esempio, il furto di chiavi crittografiche o la compromissione delle credenziali di accesso, nonché i rischi legati all'uso di tecnologie speciali e all'esternalizzazione a fornitori terzi.³³

Di medesima rilevanza, poiché i crypto-asset sono considerati inclini ai rischi associati all'antiriciclaggio e alla lotta al finanziamento del terrorismo, gli accordi e i processi di governance interna che dovrebbe mantenere un presidio stringente e regolare.³⁴ In questo caso, inoltre, rileva l'assunto secondo cui la BCE può avvalersi anche di contributi provenienti dalle autorità nazionali antiriciclaggio e delle Unità di informazione finanziaria.

Al riguardo, è doveroso segnalare che il policy-makers, alla luce dei nuovi rischi emersi dall'utilizzo di tecnologie innovative, è stato coinvolto in una serie di iniziative volte a rafforzare i presidi al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo in suolo europeo.³⁵ Il 20 luglio 2021 la Commissione europea ha pubblicato un "pacchetto antiriciclaggio" con la proposta di quattro nuovi importanti atti: tre regolamenti e la sesta direttiva antiriciclaggio. Per evitare arbitraggi e incentivi nazionali "al ribasso", il pacchetto promuove una normativa più armonizzata e integrata, basata soprattutto su un unico "rulebook" per gli operatori di tutti i Paesi

³²Si veda il documento del comitato di Basilea di Giugno 2021 "Prudential treatment of cryptoasset exposures" disponibile nel sito dello stesso comitato.

³³Si consenta di rinviare anche al paper "Decrypting financial stability risks in crypto-asset markets" pubblicato come parte del Financial Stability Review a Maggio 2022 e disponibile sul sito della BCE.

³⁴Per una disamina più puntuale si consenta rinviare a "Virtual Currencies Key Definitions and Potential AML/CFT Risks" disponibile sul sito del GAFI.

³⁵Si consenta rinviare anche alla Relazione alla Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010, (UE) 1095/2010, COM (2021) 421 final, 20 luglio 2021, p. 3.

e su una chiara innovazione dell'apparato istituzionale.³⁶

È indubbio che tra le novità più rilevanti spicca l'istituzione di una nuova autorità europea, la Anti-Money Laundering Authority (AMLA) che a livello europeo sarà l'autorità centrale incaricata di coordinare le autorità nazionali per garantire che anche il settore privato applichi correttamente e coerentemente le norme dell'UE.³⁷ Anche all'interno dei nostri confini nazionali il supervisore è particolarmente attento all'evoluzione dei rischi legati al riciclaggio dei capitali.

A suffragare tale ultima conclusione vi è una recente iniziativa organizzativa della Banca d'Italia rappresentata dall'istituzione presso la medesima autorità di una Unità di Supervisione e normativa antiriciclaggio a far data dal 27 Luglio 2022.³⁸ La stessa, si occuperà ad ampio spettro di tematiche legate al contrasto dell'economia illegale, tra i vari compiti, come la stessa Banca d'Italia riporta, spiccano senza dubbio le attività di analisi e di intervento in materia di riciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo, in collaborazione con le altre Autorità competenti.³⁹

L'istituzione dell'Unità in parola sembra assumere un ruolo centrale nel futuro dialogo tra la Banca d'Italia e la costituenda AMLA. Tale costrutto appare quanto mai necessario affinché il nostro Paese, che va ricordato è sempre stato un modello per il contesto europeo ai fini della lotta all'economia illecita,⁴⁰ possa continuare a dialogare in maniera costruttiva con l'UE mantenendo un ruolo di

³⁶Cfr. il comunicato stampa della Commissione europea del 20 Luglio 2021 “Beating financial crime: Commission overhauls anti-money laundering and countering the financing of terrorism rules” o anche la newsletter disponibile nel sito dell'UIF di Dicembre 2021 “SVILUPPI EUROPEI. L'AML PACKAGE”

³⁷Si rinvia a URBANI - Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio? in Riv. trim. dir. econ., suppl. al fasc. n. 1, 2022.

³⁸Si rinvia all'articolo “Antiriciclaggio, bis Bankitalia” di Fisicaro, pubblicato in Italia Oggi in data 20 Agosto 2022.

³⁹Si veda la sezione Organizzazione - Unità di Supervisione e normativa antiriciclaggio sul sito della Banca d'Italia, dove vengono riportati i compiti di predetta Unità.

⁴⁰Per un approfondimento sui presidi antiriciclaggio nelle banche si rinvia a URBANI - La disciplina di contrasto del riciclaggio e dell'usura, l'attività delle banche, Milano, Wolters Kluwer CEDAM, pp. 595-622; BIS - AML and CFT in banking – Executive Summary, 29 July 2021.

primaria rilevanza.

Infine, ma di non minor rilevanza, l'interessante panoramica della BCE relativamente all'evoluzione del business model degli istituti da essa vigilati. L'autorità evidenzia che nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (SSM) sono in corso lavori sulla trasformazione digitale delle banche, compreso il ruolo delle tecnologie cripto, che sfoceranno in una specifica analisi orizzontale entro la fine del 2022. Questa attività in rapido sviluppo, sottolinea il supervisore, rimarrà in ogni caso un'area di attenzione per la vigilanza bancaria europea negli anni a venire.

6. L'applicazione della crittografia al sistema dei pagamenti ha recato innovazioni significative, che hanno condotto ad un generalizzato utilizzo di criptovalute da parte di soggetti variegati, alcuni dei quali portatori di interessi e di specifici bisogni di protezione. Trattasi di un insieme di opportunità e rischi di significativo rilievo per il mercato interno, per cui appare opportuno concludere le presenti considerazioni con un interrogativo in ordine al punto di arrivo ipotizzato dai policy-makers.

Risposte nazionali, come ad esempio quella italiana (ancorata l'introduzione di un registro degli operatori in cripto-attività), sembrerebbero probabilmente poco abili a contrastare un evento di portata globale per la limitazione territoriale connaturata a tale tipologia di intervento. Appaiono più rilevanti invece le proposte atte a sviluppare un tessuto normativo armonizzato nell'Unione, tra le quali va richiamata la proposta di applicare l'istituto della riserva di attività per quanto concerne l'emissione e la negoziazione delle attività in parola.⁴¹

Di particolare rilevanza, considerate le peculiarità delle cripto-attività, appare anche il pacchetto di misure volto a contrastare l'economia illegale, in quanto - come si è visto - interagiscono, da un lato, la costituzione dell'AMLA (che

⁴¹Cfr. LEMMA - "Banking" e "shadow banking" al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del "Market" in "Crypto-Assets (MICA), op. cit.

comporterà un'armonizzazione ancora più preponderante in ambito europeo) e, dall'altro lato, l'istituzione perentoria di una Unità di Supervisione e normativa antiriciclaggio incardinata nella Banca d'Italia (che dovrebbe permettere al nostro Paese di mantenere una leadership nel contesto di prevenzione dell'economia illegale).

Pertanto, l'insieme di misure proposte - nel ricomprendere una serie di misure eterogenee - presenta un ambito di applicazione destinato ad ampliare il novero dei soggetti e delle attività sottoposte al vaglio della supervisione pubblica. Trattasi, in definitiva, di interventi strutturali che perseguono principalmente un medesimo fine e cioè quello di migliorare la trasparenza nei mercati. Tale fine, quindi, si ripropone di superare ogni pericolo di disparità informativa, affinché non sia minata la capacità di un soggetto razionale ed informato di perseguire l'efficienza allocativa delle proprie risorse.

Alessandro Vita

Dottore di ricerca

nell'Università degli Studi di Roma G. Marconi