

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - V. LEMMA  
M. PELLEGRINI - A. SACCO GINEVRI - M. SEPE - V. TROIANO

2 / 2025

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

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

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

## *Comitato di Direzione*

M. Andenas - F. Capriglione - V. Lemma - M. Pellegrini - A. Sacco Ginevri - M. Sepe - V. Troiano

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

F. Affinito - G. Alfano

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

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, N. Casalino, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P.E. Corrias, C. G. Corvese, M. De Poli, V. De Santins, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, F. Guarracino, I. Ingravallo, S. Landini, R. Lener, E.M. Lombardi, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, G. Melis, A. Miglionico, A. Mangione, G. Martina, R. Miccù, A. Minto, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, S. Pugliese, M. Rabitti, F. Rasi, P. Reichlin, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai referees in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarvisi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissensi entro i valutatori, il Comitato di Direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto ratione materiae. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli standard scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

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

V. De Santis - L. Di Donna - F. Di Porto - R. Lener - P. Lucantoni

G. Melis - R. Miccù - A. Miglionico - S. Pugliese - F. Rasi - I. Sabbatelli - D. Siclari

## **PARTE PRIMA**

### ***ARTICOLI***

FRANCESCO CAPRIGLIONE, MADS ANDENÆS, VALERIO LEMMA – <i>Dinamiche demografiche e diritto dell'economia alla luce dei recenti orientamenti geopolitici</i> (Demographic dynamics and Economic law in the light of recent geopolitical trends).....	108
MASSIMILIANO ATELLI – <i>I Consiglieri Indipendenti “di estrazione pubblica” nelle assicurazioni private</i> (Independent “Public Sector” Directors in private insurance companies).....	177
ANTONIO FELICE URICCHIO, ALMA AGNESE RINALDI – <i>La prevenzione del riciclaggio nell'era delle cripto-attività: verso un modello europeo di vigilanza multilivello</i> (Money-Laundering prevention in the era of crypto-assets: towards a European multilevel supervisory model).....	204
FABIANO DE SANTIS – <i>La gestione del rischio nelle contrattazioni sui mercati otc. Focus sul collocamento riservato e sulla prassi delle negoziazioni in periodo di grey market nel quadro del Regolamento Prospetto</i> (Risk management in OTC market trading. Focus on private placement and grey market trading practice under the new Prospectus Regulation).....	284

## PARTE SECONDA

### **NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA**

FRANCESCO AFFINITO – <i>Carte revolving, riserva di attività e nullità del contratto</i> (Revolving credit cards, reserved activities and contract nullity), nota alla sentenza della Corte di Cassazione, 13 maggio 2025, n. 12838.....	32
TIZIANA VENTRELLA – <i>La responsabilità della SGR per le obbligazioni tributarie del fondo comune di investimento: alla ricerca dell'autonomia patrimoniale perduta</i> (SGR liability for mutual investment fund tax obligations: in search of lost financial autonomy), nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezione Tributaria, 18 giugno 2025, n. 16421.....	68
GIUSEPPE DESIDERIO – <i>Il Consiglio di Stato in materia di sanzioni a esponenti di società di assicurazioni: qualche differenza con l'approccio della Cassazione sulle sanzioni bancarie e finanziarie</i> (The Council of State on sanctions against executives of insurance companies: some differences from the Supreme Court's approach to banking and financial sanctions), nota alla sentenza del Consiglio di Stato, Sez. VI, 18 aprile 2025, n. 3403.....	99

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

## DINAMICHE DEMOGRAFICHE E DIRITTO DELL'ECONOMIA ALLA LUCE DEI RECENTI ORIENTAMENTI GEOPOLITICI

*(Demographic dynamics and Economic law in the light of recent  
geopolitical trends)*

**ABSTRACT:** *L'indagine muove dalla constatazione che il secolo XXI sarà giudicato per come ha saputo governare l'equilibrio demografico del pianeta tra un Sud giovane e povero e un Nord ricco e anziano, assumendo le dinamiche demografiche come variabile geopolitica e giuseconomica. Si evidenzia la peculiare centralità che nell'analisi delle dinamiche demografiche assume la trilogia «natalità, invecchiamento, migrazione», sottolineando che il diritto dell'economia esplica un ruolo primario nell'interpretare le componenti dei fenomeni che si ricollegano a tale trilogia e nel bilanciare esigenze economiche (lavoro, assistenza, etc.) e diritti fondamentali (d'asilo, di accesso, di uguaglianza, etc.), orientando una coerente e razionale distribuzione delle risorse e supportando l'adozione di politiche demografiche integrate.*

*L'analisi delle dinamiche demografiche si sofferma sul fenomeno dei flussi migratori considerato in molti paesi europei un'emergenza per inquadrarlo, invece, come una 'costante strutturale' della realtà geopolitica del pianeta, individuando nell'assenza di una volontà politica condivisa e nell'avversione di alcuni Stati nei confronti dei migranti le principali motivazioni che hanno impedito fino ad oggi l'introduzione di adeguati meccanismi giuridici di integrazione e regolarizzazione di tale fenomeno. Il diritto dell'economia può essere d'aiuto nel rinvenire idonee soluzioni a questa problematica che rappresenta una singolare sfida giuridica e valoriale, che si colloca al crocevia tra etica pubblica, sostenibilità economica voncoli normativi e tensioni culturali.*

*Sullo sfondo della ricerca v'è l'«incognita Trump» riconducibile agli accadimenti che*

*si sono verificati a seguito della elezione di Donald Trump a Presidente degli USA, la cui portata ad oggi non appare ancora ben definita, pur configurandosi certo fin da ora che gli effetti della sua amministrazione sono destinati a cambiare l'ordine geopolitico del pianeta.*

*L'indagine si conclude rappresentando il convincimento degli Autori che è possibile individuare le linee guida che consentano di addivenire ad una progettazione sistematica del rapporto tra diritto dell'economia e dinamiche demografiche. E' infatti ipotizzabile, (sia pure con difficoltà) la gestione dei flussi migratori qualora le trasformazioni socio-economiche dai medesimi indotte vengano attuate dai governi avendo di mira il rispetto dei principi di efficienza, equità e coesione sociale.*

*The study begins with the observation that the twenty-first century will be judged by its ability to manage the planet's demographic balance between a young and poor South and an old and wealthy North, recognizing demographic dynamics as a geopolitical and legal-economic variable. It highlights the central role of the trilogy "birth rate, ageing, and migration" in the analysis of demographic trends, emphasizing that economic law plays a primary role in interpreting the components of these phenomena and in balancing economic needs (employment, welfare, etc.) with fundamental rights (asylum, access, equality, etc.), thus guiding a coherent and rational allocation of resources and supporting the adoption of integrated demographic policies.*

*The analysis focuses on migratory flows, often perceived in many European countries as an emergency, and instead frames them as a structural constant of the planet's geopolitical reality. It identifies the lack of shared political will and the hostility of certain States toward migrants as the main reasons that have so far hindered the establishment of adequate legal mechanisms for the integration and regularization of migration. Economic law can assist in finding suitable solutions to this complex*

issue, which represents a unique legal and ethical challenge situated at the crossroads of public ethics, economic sustainability, legal constraints, and cultural tensions.

In the background lies the so-called “Trump factor,” referring to the developments following Donald Trump’s election as President of the United States—events whose ultimate significance remains uncertain, though it is already clear that his administration’s effects are destined to reshape the global geopolitical order.

The study concludes by affirming the authors’ belief that it is possible to identify guidelines for a systemic design of the relationship between economic law and demographic dynamics. The management of migratory flows—though challenging—appears feasible if the socioeconomic transformations they entail are implemented by governments in accordance with the principles of efficiency, equity, and social cohesion.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Ambito dell’indagine: i fondamenti delle variabili demografiche. - 3. Benessere, denatalità e invecchiamento. - 4. Segue: povertà e incremento demografico. - 5. Le dinamiche demografiche in una lettura di *law and economics*. - 6. La problematica dei flussi migratori. - 7 Segue: ... le regole di governance. - 8. L’accoglienza dei migranti irregolari tra dovere morale e prassi politica contemporanea. - 9. Il fenomeno migratorio nella realtà italiana. - 10. L’incognita Trump: incidenza sulle dinamiche migratorie. - 11. Dinamiche demografiche e diritti umani. - 12. Conclusioni.

1. Il secolo XXI sarà giudicato non solo per come ha gestito la transizione digitale ed ecologica, ma soprattutto per come ha saputo governare l’equilibrio demografico del pianeta tra un Sud giovane e povero e un Nord ricco e anziano.<sup>1</sup>

---

\* Il presente lavoro è frutto di una comune e condivisa riflessione degli Autori. Vanno attribuiti a Francesco Capriglione i paragrafi nn. 1, 6, 7, 8, 9 e 12; a Mads Andenæs i paragrafi nn. 10 e 11; a Valerio Lemma i paragrafi nn. 2, 3, 4 e 5.

<sup>1</sup> Ci si riferisce ad alcune grandi questioni del XXI secolo, oggetto di studi demografici, che hanno evidenziato criticità dovute a disuguaglianze globali, minacce alla democrazia, sfruttamento di alcune popolazioni ed effetti distorsivi dell’innovazione tecnologica; cfr. CHOMSKY, MUJICA, ALVÍDREZ, *Sopravvivere al XXI secolo*, Milano - Ponte alle Grazie, 2024, *passim*. Si veda, altresì,

Volendo circoscrivere l'ambito di questa indagine alle vicende che da alcuni decenni interessano la nostra Europa, va subito detto che quest'ultima è oggi costretta ad affrontare una rilevante trasformazione delle variabili demografiche fondamentali: al successo della longevità corrisponde, infatti, una situazione di denatalità, che implica complesse conseguenze sul piano economico, mettendo a rischio - in un futuro non lontano - la stabilità dei Paesi nei quali la medesima ha assunto un carattere strutturale.<sup>2</sup>

Va da sé che la ricerca deve aver riguardo, altresì, alle condizioni delle aree meridionali del pianeta, caratterizzate da una smisurata crescita della popolazione, nonché da una endemica povertà, nonostante che tali aree siano ricomprese tra quelle maggiormente ricche di materie prime e di potenziale umano; donde la configurabilità di problemi di segno opposto a quelli che si rinvengono nel 'vecchio continente'.<sup>3</sup>

In presenza di tale realtà, nei tempi recenti, ha assunto peculiare centralità

---

ARNOTT, CHAVES, *Demographic Changes, Financial Markets, and the Economy, Financial Analysts Journal*, 2012, in cui si analizzano dati demografici di oltre sessanta anni per un ampio campione di Paesi, dai quali emerge una relazione significativa tra le transizioni demografiche, la crescita del PIL e i rendimenti dei mercati finanziari; studio che rafforza la tesi secondo cui l'equilibrio demografico non è solo variabile statistica ma fattore strutturale di sostenibilità economica globale. Resta aperta, tuttavia, la questione se le istituzioni politiche dispongano degli strumenti normativi e della lungimiranza necessari per integrare tali evidenze in politiche demografiche preventive, anziché reattive.

<sup>2</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *The 2024 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)*, Institutional Paper 279, Bruxelles, 2024, in cui si analizza l'impatto dell'invecchiamento demografico sulle finanze pubbliche e sulla sostenibilità economica degli Stati membri, sottolineando come la persistente denatalità possa minare la crescita potenziale e la stabilità dei sistemi di welfare.

Vengono in considerazione, altresì, le riflessioni di GOODHART, PRADHAN, *Demographics Will Reverse Three Multi-Decade Global Trends*, BIS Working Paper No. 656, agosto 2017, secondo le quali la grande "spinta demografica" che tra gli anni '80 e i primi anni 2000 ha prodotto stagnazione salariale, bassa inflazione, ridotta forza dei sindacati e altri effetti ancora è destinata a invertire tendenza con l'invecchiamento globale.

<sup>3</sup> Cfr., *ex multis* KHANNA, *Il movimento del mondo. Le forze che ci stanno sradicando e plasmeranno il destino dell'umanità*, trad. di Motta, Roma, 2021, opera nella quale l'A. esplora come i prossimi decenni saranno caratterizzati da intensi flussi migratori, indotti da fattori complessi, come squilibri demografici, crisi economiche, dislocazioni politiche, cambiamenti climatici, ecc. Sul punto, l'A. afferma che ci stiamo avviando verso una *terza rivoluzione* dell'umanità – dopo quella agricola e quella industriale – incentrata sulla mobilità e la sostenibilità.

l’analisi delle dinamiche demografiche legate alla variabile dimensione della popolazione, donde la particolare attenzione dedicata alla trilogia “natalità, invecchiamento, migrazione”.<sup>4</sup> Ne consegue che gli studi sono orientati all’esame delle molteplici problematiche riconducibili ora al riscontro di innovative forme di disuguaglianze ed al verificarsi di frequenti violazioni dei diritti umani, ora alla disamina di altri effetti negativi di tale fenomenologia, come la contrazione della forza lavoro e gli squilibri tra generazioni.<sup>5</sup>

Da qui, l’esigenza da noi avvertita di proporre un’indagine che, nel riferimento a detta realtà demografica, valuti sia la complessiva situazione sociopolitica dei paesi interessati da detta fenomenologia, sia la logica reattiva che caratterizza l’azione di alcuni Stati in presenza della medesima.

La ricerca deve, infatti, mettere a fuoco le ragioni per cui il diritto dell’economia esplica un ruolo primario nel delineato contesto.<sup>6</sup> Ed invero, siamo in

---

<sup>4</sup> Cfr. UNITED NATIONS, DESA, *World Population Prospects 2022. Summary of Results*, New York, 2022, per una documentata analisi dell’intreccio fra bassa fecondità, invecchiamento e movimenti migratori nelle proiezioni 1950–2050. Si veda, altresì, EUROSTAT, *Demography of Europe – 2024 edition*, Bruxelles, 2024, con riferimento a taluni dati comparativi UE su fecondità, struttura per età e saldo migratorio; nonché GOERRES, VANHUYSEN, *Mapping the Field: Comparative Generational Politics and Policies in Ageing Democracies*, in *Ageing populations in post-industrial democracies: comparative studies of policies and politics*, 2012, che offre una mappatura comparativa delle politiche generazionali nelle democrazie in invecchiamento, evidenziando come le *dinamiche* demografiche influenzino la redistribuzione, le scelte elettorali e la sostenibilità dei sistemi di welfare.

<sup>5</sup> Appare di significativo interesse la posizione di LIVI BACCI, *Storia minima della popolazione del mondo*, Bologna, 2015, spec. capp. 1–2, dove la dinamica della popolazione è ricondotta alla trilogia “natalità, mortalità/longévité e migrazione”; in senso analogo, v. DE HAAS, CASTLES, MILLER, *The Age of Migration. International Population Movements in the Modern World*, 6<sup>a</sup> ed., New York–London, 2020, sulla centralità della migrazione nel regime demografico contemporaneo.

<sup>6</sup> È utile far presente che, dopo la crisi finanziaria, numerosi studiosi si sono soffermati sulla portata disciplinare della materia che ci occupa, cfr. CAPRIGLIONE, SEPE, *Riflessioni a margine del diritto dell’economia. Carattere identitario ed ambito della ricerca*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2021, 385 ss., ove si prende atto dell’esigenza di ricondurre l’analisi dei fenomeni che si dibattono in ambito giuridico ai fondamenti della razionalità economica, per poi indicare il rilievo sistematico che, per tal via, si conferisce alle indagini effettuate *in subiecta materia*, per pervenire, infine, alla identificazione della ‘funzione del diritto’, la quale assume una caratterizzazione che si qualifica in chiave meno *neutra* rispetto al passato.

Per un’ipotesi di mappatura dei “confini perimetrali” del diritto dell’economia, v. SARTORI, *Il diritto dell’economia nell’epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 309 ss., lavoro nel quale si ha riguardo allo studio delle regole giuridiche concernenti il funzionamento di

presenza di eventi che necessitano di esser sottoposti a regolazione, affinché il diritto possa bilanciare esigenze economiche (manodopera, fiscalità, etc.) e diritti fondamentali (d'asilo, di accesso, di uguaglianza, etc.). L'obiettivo da perseguire è il conseguimento di una coerente e razionale distribuzione delle risorse, sì da evitare che in futuro abbiano a verificarsi pericolose situazioni di instabilità economica in alcuni paesi europei, nonché a prevenire ipotizzabili lesioni delle posizioni giuridiche di coloro che sono costretti dalla fame e dalle guerre ad abbandonare i loro Paesi.<sup>7</sup>

Sotto altro profilo, dovrà tenersi conto che nel contesto che oggi caratterizza le relazioni tra i Paesi, non si può evitare di dialogare sia col diritto costituzionale, europeo ed internazionale, sia con l'economia dello sviluppo e con la geopolitica.<sup>8</sup>

---

tutti i mercati (e non solo di quelli bancari, finanziari e assicurativi). Sul punto, si veda anche PASSALACQUA, *Regole di mercato, regole sul mercato. La questione del metodo*, in *Rivista di diritto bancario*, 2025, studio nel quale il metodo giuridico è ricondotto all'insieme dei criteri e dei processi che consentono di risolvere un problema di diritto, alla luce del parametro della legittimità, individuando la soluzione che protegge ed enfatizza al meglio i valori costituzionalmente tutelati.

<sup>7</sup> Da tempo in letteratura si è evidenziato che l'integrazione economica e la redistribuzione delle risorse tra Stati membri sono strumenti essenziali per ridurre il rischio di squilibri macroeconomici; ciò, non solo per garantire il rispetto dei diritti fondamentali dei migranti, ma anche per minimizzare le esternalità negative derivanti da flussi migratori non coordinati, laddove l'intervento pubblico potrebbe promuovere l'efficienza allocativa e - per tal via - la massimizzazione del benessere sociale; cfr. EUROPEAN INVESTMENT BANK, *Migration and the EU – Challenges, opportunities, the role of EIB*, Lussemburgo, 2016.

<sup>8</sup> Cfr. CORVAJA, *Straniero e prestazioni di assistenza sociale: la Corte costituzionale fa un passo indietro ed uno di lato*, in *Diritto, immigrazione e cittadinanza*, 3/2019, pp. 243-263, il quale, commentando la sent. C. Cost. n. 50/2019 e l'ord. n. 52/2019, evidenzia come il nodo dell'egualità nell'accesso alle prestazioni sociali per gli stranieri non possa essere eluso e richieda un dialogo costante fra diritto costituzionale, diritto dell'Unione europea e fonti internazionali.

Ai fini della presente indagine occorre considerare, quindi, l'orientamento verso un pluralismo ordinamentale che sollecita il giurista a tenere insieme giustizia costituzionale, obblighi derivanti dal diritto UE (dir. 2011/98/UE) e principi convenzionali (art. 14 CEDU), nella consapevolezza che il confronto fra ordinamenti è divenuto imprescindibile per garantire un livello adeguato di tutela dei diritti sociali.

Al riguardo, appare utile inquadrare il fenomeno dell'invecchiamento della popolazione come sfida di sostenibilità finanziaria e coesione intergenerazionale. Esso, infatti, sollecita riflessioni variegate che, con gli strumenti tipici del diritto dell'economia, possono muovere dalle riflessioni di ROSPI, *L'invecchiamento attivo della popolazione all'interno della coesione sociale tra generazioni: gli strumenti della "multilevel governance" per nuovi sistemi di "welfare"*, in *Rivista AIC*, 3/2018, 22 ss., secondo cui v'è la necessità di un intervento pubblico fondato sulla "multilevel governance", capace di coordinare strumenti eurounitari (reg. 1303/2013; reg. UE 22/2014; decisione UE 940/2011) e legislazione nazionale (l. 208/2015, art. 1, c. 538), al fine di prevenire conflitti tra generazioni e promuovere un modello di invecchiamento attivo, rispettoso della dignità umana e dei diritti fondamentali (artt. 1, 2, 3 e 117, co. 2, lett. m) Cost.; art. 21 Carta di Nizza). Resta aperto il nodo se

Con riferimento a quest’ultima, va infatti osservato che l’approfondimento tematico delle interazioni tra diritto, economia e geopolitica consente di mettere a fuoco la *ratio* di fenomeni che - come quello che qui ci occupa - hanno un impatto diretto sull’architettura giuridico-economica dei Paesi investiti da processi migratori.<sup>9</sup>

In tale contesto, il diritto dell’economia mostra la sua intrinseca capacità di chiarire gli eventi che intervengono nella dinamica delle relazioni di potere tra Stati; ciò in quanto la variabile demografica individua uno di quei problemi politici che, pur traendo origine da fatti d’ordine territoriale, presentano un profilo d’indagine (per il diritto dell’economia) fondamentale al fine di cogliere le trasformazioni in atto nell’ordine complessivo del pianeta.<sup>10</sup> Da qui, la significativa conseguenza che complessi disciplinari per solito destinati a regolare la moneta, la finanza, i mercati, la concorrenza, etc. appaiono decisivi nella valutazione sia di alcuni eventi particolari che, nei tempi recenti, stanno sconvolgendo la società globale, sia le scelte politiche degli Stati che intendono affrontarli.

2. Alla luce della premessa dianzi formulata, le dinamiche demografiche devono essere assunte come variabile geopolitica e giuseconomica, affinché sia possibile cogliere le ragioni che sono a fondamento delle stesse, le quali sono per solito riconducibili alla diversità culturale delle popolazioni del Nord e del Sud del pianeta. Ma v’è di più. Ad esse si associa una differente condizione di benessere di

---

l’ordinamento sarà in grado di garantire un welfare realmente inclusivo, evitando squilibri territoriali e disuguaglianze di accesso ai servizi.

<sup>9</sup> Cfr. AMATO, *Immigrazione: l’egoismo europeo*, 2020, intervista al Presidente dell’Istituto dell’Enciclopedia Italiana, reperibile sul sito [www.treccani.it](http://www.treccani.it), nella quale l’A. segnala come, col passare del tempo, in Europa si sia sollevata la questione della capacità di assorbimento delle migrazioni da parte dei singoli paesi e, quindi, delle misure mediante le quali fronteggiare l’eccesso di immigrazione. Sicché, oggi, la posizione dell’Europa è bilanciata tra il riconoscimento dei diritti di chi arriva e la lotta dell’immigrazione illegale.

<sup>10</sup> Cfr. JUSELIUS, TAKÁTS, *Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?*, BIS Working Paper No. 485, 2015, nel quale si dimostra come la variabile demografica (età delle coorti, rapporto tra popolazione dipendente giovani/anziani e popolazione in età lavorativa) giochi un ruolo strutturale nella dinamica macroeconomica e nelle relazioni di potere tra Stati, influenzando le politiche monetarie, i tassi d’inflazione e la stabilità degli equilibri economici sovranazionali.

cui fruiscono gli abitanti delle predette aree geografiche, individuando le possibili direzioni e modalità cui deve essere orientato l'intervento pubblico *in subiecta materia*.

In un'epoca segnata da crescenti asimmetrie – non solo economiche, ma anche sociologiche – tra le diverse parti del globo, la relazione tra aspetto dimensionale della popolazione, carattere strutturale/qualitativo di questa ultima e sviluppo si rivela tutt'altro che neutra. Le dinamiche demografiche, infatti, non sono semplicemente il prodotto di una spontanea evoluzione numerica; esse si radicano in contesti culturali, economici e giuridici profondamente eterogenei, i quali a loro volta concorrono a determinare modelli di crescita, stagnazione o declino demografico.<sup>11</sup>

Come si è già avuto modo di segnalare, infatti, si versa in presenza di fenomeni opposti sui quali interagiscono, da un lato, elevati livelli di qualità della vita (che connotano l'Europa) e, dall'altro, la carenza di benessere (che contraddistingue soprattutto l'Africa subsahariana, talune parti dell'America latina e dell'Asia).<sup>12</sup> Orbene, mentre i primi divengono fattore impediente nello sviluppo demografico, la seconda - unitamente ad una impostazione culturale retriva (che incide sui livelli di responsabilità nel determinare i flussi di natalità) - induce ad incrementare le nascite, evento che è stato ritenuto di ostacolo al progresso socio-economico di determinati paesi.

Dalle considerazioni che precedono si evincono ulteriori motivazioni a conforto della enunciata tesi secondo cui il diritto dell'economia non può restare

---

<sup>11</sup> Vengono in considerazione le conclusioni di PELTZMAN, *The Socio Political Demography of Happiness*, George J. Stigler Center for the Study of the Economy & the State, Working Paper No. 331, University of Chicago Booth School of Business, 12 luglio 2023, nelle quali si evidenzia come il reddito sia un determinante rilevante della felicità se confrontato in un dato momento tra ricchi e poveri, ma non nel tempo rispetto alla crescita economica complessiva. La dimensione demografica – in particolare il matrimonio e il capitale sociale – appare quindi centrale nell'analisi delle condizioni di benessere soggettivo.

<sup>12</sup> Cfr. GALEANO, *Le vene aperte dell'America Latina*, Segrate (MI), 2017.

indifferente di fronte a queste trasformazioni;<sup>13</sup> esso è, anzi, chiamato a interrogarsi sul ruolo da svolgere nell'accompagnare, regolare e, in taluni casi, correggere gli effetti delle traiettorie demografiche sulle strutture produttive, sui mercati, sui sistemi previdenziali e, più in generale, sulle dinamiche distributive della ricchezza e delle opportunità.<sup>14</sup>

Per questo motivo si intende qui proporre un'indagine che, muovendo dall'analisi dei fondamenti stessi del fenomeno demografico, ne individui alcune cause profonde – spesso sottovalutate dagli studiosi – afferenti alla disomogeneità del benessere e alla diversità culturale che distingue le popolazioni del Nord e del Sud del mondo.<sup>15</sup> Due fattori, questi, che - se osservati con attenzione - mostrano come il benessere elevato possa divenire paradossalmente un freno alla crescita demografica, mentre la sua assenza – in combinazione con modelli culturali e sociali differenti – può invece rappresentare un incentivo alla natalità, con effetti spesso

---

<sup>13</sup> Cfr. anche il discorso del Santo Padre Leone XIV ai partecipanti al III *World Meeting On Human Fraternity*, Sala Clementina, Venerdì, 12 settembre 2025, nel quale esorta a individuare percorsi, locali e internazionali, che sviluppino nuove forme di carità sociale, di alleanze tra saperi e di solidarietà tra le generazioni, richiamando il brano dell'Enciclica *Fratelli tutti* di Papa Francesco nella quale si afferma: «C'è un riconoscimento basilare, essenziale, da compiere per camminare verso l'amicizia sociale e la fraternità universale: rendersi conto di quanto vale un essere umano, quanto vale una persona, sempre e in qualunque circostanza» (n. 106).

<sup>14</sup> Cfr., a monte delle considerazioni formulate nel testo, le conclusioni del *European Commission, The 2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)*, *Institutional Paper No. 279*, Bruxelles, Aprile 2024, nelle quali si dimostra come le proiezioni demografiche (tasso di fertilità, aspettativa di vita, migrazione) influenzino sensibilmente il costo futuro di pensioni, sanità e assistenza a lungo termine nei paesi UE; vedi anche *ECB Occasional Paper Series No 296 – The macroeconomic and fiscal impact of population ageing in the euro area* (Dicembre 2022), che evidenzia una crescente pressione fiscale e una riduzione del potenziale di crescita come conseguenza dell'invecchiamento della popolazione e del declino demografico.

<sup>15</sup> Sul punto si rinvia, in primo luogo, a SEN, *Development as Freedom*, Oxford University Press, Oxford–New York, 1999, che introduce il c.d. *capability approach*, ponendo l'accento non tanto sul livello di reddito disponibile, quanto sulla reale capacità degli individui di scegliere e realizzare i propri progetti di vita. In secondo luogo, viene in considerazione ATKINSON, *Inequality: What Can Be Done?*, Harvard University Press, Cambridge MA, London, 2015, che offre un'analisi sistematica delle modalità di misurazione delle disuguaglianze economiche e delle politiche redistributive idonee a ridurne la portata. Infine, si rinvia a PIKETTY, *Le capital au XXIe siècle*, Éditions du Seuil, Paris, 2013 (trad. it. Il capitale nel XXI secolo, Bompiani, Milano, 2014), che mette in luce, attraverso un'imponente base empirica, le dinamiche storiche di concentrazione della ricchezza e le ragioni strutturali della persistenza delle disuguaglianze.

destabilizzanti per lo sviluppo economico di intere regioni.<sup>16</sup>

Il rapporto tra dinamiche demografiche e diritto dell'economia rappresenta oggi una delle sfide più rilevanti - e al contempo più trascurate - nel dibattito scientifico e istituzionale. Questa indagine intende, dunque, collocarsi all'interno di questo snodo problematico, proponendo una riflessione che muova dal dato di fondo cui dianzi si è fatto cenno: l'attuale situazione demografica globale pone l'esigenza di conciliare migrazione, accoglienza e sviluppo in un contesto che non abbia una mera valenza etica, ma sia una componente essenziale del nostro ordinamento giuridico. Da qui l'esigenza di impostare l'indagine strutturandola in due macrosezioni, dedicata la prima alla *natalità*<sup>17</sup> ed all'*invecchiamento*<sup>18</sup> e la seconda alle *migrazioni*,<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> Già in passato NOTESTEIN, *Population – The Long View*, in W. SCHULTZ (ed.), *Food for the World*, University of Chicago Press, Chicago, 1945, aveva delineato la teoria della transizione demografica, evidenziando come lo sviluppo economico e il miglioramento delle condizioni di vita determinino una progressiva riduzione della natalità, a fronte di una persistente elevata fecondità nelle società meno sviluppate.

A tale contributo si ne affiancano molti altri tra i quali l'analisi di BECKER, *A Theory of Fertility*, in *Demographic and Economic Change in Developed Countries*, Princeton University Press, Princeton, 1960, pp. 209-240; nonché *A Treatise on the Family*, Harvard University Press, Cambridge MA, 1981, che ha interpretato la fecondità come scelta economica, sostenendo che, con l'aumentare del reddito e del costo-opportunità dei figli, le famiglie tendono a ridurne il numero.

<sup>17</sup> Cfr. STOPLER, *A Feminist Perspective on Natality Policies in Multicultural Societies*, in *Journal of Law and Ethics of Human Rights*, 2008, II, che analizza criticamente le politiche di natalità come strumento di governo della composizione demografica, interrogandosi sulla loro legittimità rispetto ai diritti fondamentali, in particolare ai diritti delle donne e delle minoranze.

Assumendo che l'intervento pubblico sia non solo legittimo, ma necessario per alleviare forme di oppressione femminile, a condizione che gli strumenti prescelti rispettino i diritti umani, appare opportuno aver riguardo alla riflessione di MORIKAWA, *Hannah Arendt's Concept of "Natality" and the Political Solidarity as an On-Going Process*, Western Political Science Association Annual Meeting Paper, 2010, ove l'A. ricostruisce il concetto di natalità come condizione ontologica della pluralità umana e come struttura temporale che rende possibile una solidarietà politica intesa non come stato statico di ordine e continuità, ma come processo in divenire, costituito da incontri attuali e potenziali tra le persone, nei quali si attualizzano continuamente i legami di amicizia e coesione sociale. Tale prospettiva permette di superare le dicotomie tradizionali tra passato e futuro, tra ordine e mutamento, restituendo alla natalità una valenza dinamica e costruttiva anche per le politiche pubbliche di lungo periodo.

<sup>18</sup> Cfr. CASCIONE, *Il lato grigio del diritto*, Torino, 2022, nella quale si indica chiaramente che una direttrice di ricerca potrebbe procedere ad un costante confronto delle soluzioni offerte dai diversi sistemi giuridici, per valutare se e come gli ordinamenti occidentali abbiano approntato strumenti e tutele idonee a far fronte all'invecchiamento della popolazione; vedi, altresì, FILÌ, *L'invecchiamento da esclusione ad inclusione*, in *ADL – Argomenti di diritto del lavoro*, 2020, II, 1, pp. 369-385.

<sup>19</sup> È utile ricordare l'impostazione proposta all'inizio del millennio da PALIDDA, *Dieci spunti su immigrazione, politica e diritto*, in *Quest. giust.*, 2001, IV, pp. 672-681, il quale offre una lettura critica

sì da mettere in evidenza il paradosso tra il Nord e il Sud.<sup>20</sup> L'elemento che si è voluto porre al centro dell'indagine è il legame strutturale tra benessere, cultura e crescita sostenibile; cioè, al fine di ripensare strumenti, politiche e principi di intervento, anche in una logica di cooperazione internazionale che abbia presente gli attuali cambiamenti dell'ordine geopolitico del pianeta.<sup>21</sup> Nella ricerca sono state proposte anche alcune riflessioni che riguardano, in primo luogo, la necessità di dar corso a forme di più intensa integrazione tra politiche economiche e demografiche, con ovvi riflessi sulla regolazione che ne disciplina i processi e nel riferimento all'adozione di ipotizzabili misure di prevenzione.<sup>22</sup>

Va da sé che l'analisi ha tentato di identificare quali siano, in un contesto siffatto, gli strumenti giuridici idonei ad affrontare - in modo differenziato, ma coordinato - le sfide poste dalle dinamiche demografiche in vista di soluzioni che

---

delle interpretazioni del fenomeno migratorio, mettendo in luce la distorsione insita nella produzione e nell'uso dei dati statistici e proponendo una chiave di lettura capace di connettere le dinamiche migratorie con i mutamenti economici e sociali, il paradigma del proibizionismo e la diffusione del liberismo. Recentemente sull'argomento v. SICCARDI, "The Right Not to Stay" nella prospettiva del diritto costituzionale, in *Notizie di Politeia*, 2024, n. 154, pp. 177-181, ove si critica la visione delle migrazioni come fenomeno unidirezionale e permanente, proponendo la nozione di "diritto di non restare" quale combinazione di diritto al soggiorno temporaneo nello Stato di destinazione e di diritto a un rientro programmato e garantito nel Paese di origine, analisi condotta sulla base di principi costituzionali (Cost., artt. 3, 10, 13, 16 e 35; C. Cost. 31 luglio 2020, n. 186). Sul piano delle disuguaglianze sistemiche, cfr. DI ROSA, TUMMINELLI, *Disabilità e migrazioni: la "tripla barriera" della disuguaglianza*, in *Riv. trim. sc. amm.*, 2025, I, 11 ss.

<sup>20</sup> Si procederà, quindi, alla indicazione delle cause che, da un lato, influenzano la procreazione e, dall'altro, influenzano il corso della vita, l'una e l'altra si associano in senso opposto alla ricchezza e alla povertà, donde l'interesse per la duplice endiadi denatalità-invecchiamento e nascita-migrazione.

<sup>21</sup> Sul punto, cfr. STIGLITZ, SEN, FITOUSSI, *Mismeasuring Our Lives: Why GDP Doesn't Add Up*, The New Press, New York, 2010, 48 ss., i quali propongono una revisione degli strumenti di misurazione del progresso economico e sociale, per includervi la sostenibilità ambientale e la coesione culturale. In chiave geopolitica, cfr. WORLD BANK, *World Development Report 2023: Migrants, Refugees, and Societies*, Washington D.C., 2023, che evidenzia come la cooperazione internazionale debba tener conto dei mutamenti demografici e delle tensioni globali per evitare politiche di sviluppo miopi o conflittuali.

<sup>22</sup> Sul punto sembra interessante la riflessione di STAJANO, *Prefazione a BOBBIO, Il futuro della democrazia*, Padova, 2010, 6, il quale tiene a sottolineare che Bobbio, nell'individuare i criteri ordinatori della società civile, si sofferma sulla necessità che quest'ultima si ponga l'obiettivo essenziale "di far sì che tutti gli stati ... siano democratici".

riescano a riequilibrare gli scompensi che tuttora permangono a livello globale.<sup>23</sup> Resta fermo, peraltro, che si è evitata la tentazione di scadere in ‘particularismi disciplinari’ che sono ritenuti comunque ricollegabili ad alcune tematiche tipicamente proprie del diritto dell’economia; tentazione rispondente al desiderio di allargare in tal modo il campo d’indagine.<sup>24</sup> Un’evenienza siffatta finisce, infatti, con l’essere incurante della circostanza che detti particularismi non presentano una adeguata afferenza agli argomenti individuabili nell’ambito di una indagine che si riprometta di approfondire la relazione tra diritto dell’economia e dinamiche demografiche.

Per converso, si ritiene che una compiuta riflessione *in subiecta materia* debba investire il ruolo delle istituzioni nazionali e sovranazionali preposte al settore economico-finanziario, alle quali è demandato il compito di correlare l’attività da intraprendere alla dinamica delle relazioni di potere tra Stati ed alla presenza di attori transnazionali.<sup>25</sup> Nello specifico, intendiamo riferirci alla promozione di nuove forme di intervento pubblico che, tenendo conto del fattore demografico, ne valutino l’essenza alla stregua di variabile strutturale delle politiche economiche e non più

---

<sup>23</sup> Cfr. KOKOTT, *La Corte di Giustizia dell’Unione europea come motore dell’integrazione*, in *Il Diritto dell’Unione Europea*, 3/2024, pp. 427-454, opera nella quale si esamina il ruolo sempre più centrale della CGUE quale garante dei valori dell’Unione e promotrice di una *governance* multilivello, in grado di compensare le inerzie degli Stati membri e di dare attuazione al principio di non regressione dei valori fondamentali (art. 19 TUE; art. 47 CDFUE).

<sup>24</sup> Non è questa, ovviamente, neanche la sede per affrontare le migrazioni delle persone giuridiche, nel quale il trasferimento di sede di società verso ordinamenti ritenuti più favorevoli (come i Paesi Bassi) induce a interrogarsi su un diverso ordine di problemi, a partire dalla accettabilità dei fenomeni pubblicistici di concorrenza regolatoria al ribasso; sul tema, cfr. ENRIQUES, *Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?*, in *Riv. soc.*, 2024, IV, pp. 596-609.

<sup>25</sup> La BCE, *Bollettino economico* 8/2024, riconoscendo l’effetto dell’invecchiamento sul tasso di interesse di equilibrio, suggerisce il bisogno di un quadro di policy integrato con le dinamiche migratorie. Rilevano, sul punto, anche le pubblicazioni di EIOPA, *Final Report on the Prudential Treatment of Sustainability Risks in Insurers*, 7 novembre 2024, e *Report on Biodiversity Risk Management by (Re)Insurers*, 30 giugno 2025, le quali (sia pur marginalmente) includono i fattori demografici nella mappatura dei rischi. Più avanzata la riflessione del FSB, nei *Global Monitoring Reports on Non-Bank Financial Intermediation* (2023-2024), nei quali richiama l’esigenza di un approccio “olistico” al rischio sistemico, nonché della BEI e della Banca Mondiale (*World Development Report 2023: Migrants, Refugees, and Societies*), che collegano migrazioni, investimenti e coesione sociale.

come mero elemento neutro.

3. In conformità con l'impianto sistematico in precedenza puntualizzato, le dinamiche demografiche riguardanti il Nord del pianeta delineano uno scenario di persistente calo della natalità che si traduce in un progressivo invecchiamento della popolazione,<sup>26</sup> peraltro caratterizzato da una situazione di benessere che connota lo *status* della popolazione. Non a caso natalità e denatalità vengono in considerazione negli studi di *law and economics*, vuoi avendo riguardo al conseguimento e/o alla conservazione di detto *status* di benessere spesso a fondamento della scelta individuale di avere (oppur no) figli,<sup>27</sup> vuoi considerando gli effetti futuri della contrazione delle nascite rispetto alla sostenibilità economica di un Paese caratterizzato da una riduzione/ridimensionamento della capacità produttiva.<sup>28</sup>

Sotto altro profilo, è stato osservato in letteratura che, nei paesi ad economia

---

<sup>26</sup> Sia consentito il rinvio alle evidenze empiriche di Eurostat, *Ageing Europe – Looking at the Lives of Older People in the EU*, Luxembourg, 2020, secondo cui entro il 2050 il 30% della popolazione dell'Unione europea avrà più di 65 anni. In senso conforme, cfr. JACKSON, *Post-Fordism and Population Ageing*, in *International Review of Applied Economics*, vol. 20, n. 4, 2006, pp. 449 ss., il quale collega la transizione al post-fordismo, con il ridimensionamento dello Stato sociale e la flessibilizzazione del lavoro, al progressivo invecchiamento demografico, con conseguenze critiche sui sistemi pensionistici e sul welfare.

<sup>27</sup> Cfr. *ex multis* BECKER, *A Treatise on the Family*, Harvard University Press, 1981, opera nella quale l'A. riformula la teoria economica della fertilità applicando il paradigma dell'analisi costi-benefici alle scelte riproduttive, mostrando come la decisione di avere (o non avere) figli sia influenzata dal reddito, dal capitale umano e dall'allocazione del tempo familiare. Tale analisi, a nostro avviso, può alimentare gli studi di *law and economics* sul tema, consentendo di collegare le dinamiche di natalità e denatalità alla massimizzazione del benessere individuale e alla redistribuzione intergenerazionale della ricchezza.

<sup>28</sup> Cfr. le indicazioni di AA.VV., *A First-Principles Look at Historically Low U.S. Fertility and Its Macroeconomic Implications*, White House Council of Economic Advisers, 23 maggio 2024, nelle quali si evidenzia come la combinazione di bassissima natalità e invecchiamento della popolazione rappresenti una sfida strutturale per la crescita economica statunitense, prevedendo rallentamenti nel potenziale produttivo e pressioni fiscali crescenti.

In chiave comparatistica europea, v. VILLANI-LUBELLI, *Cittadinanza e denatalità: le sfide della politica. Una comparazione tra Germania e Italia*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2024, I, 127 ss., opera nella quale si analizza la riforma tedesca della legge sulla cittadinanza del 1999, e i successivi interventi di semplificazione, sottolineandone gli effetti sulla denatalità, sottolineando la diversità del sistema italiano caratterizzato da rigidità procedurale e da una minore capacità di compensazione demografica.

avanzata, la genitorialità è di per sé causa di una temporanea contrazione della funzione di produzione della coppia; ciò in quanto il tempo e le risorse che, in assenza di figli, sono destinati, in via prevalente, ad una partecipazione attiva al mercato del lavoro, in presenza di prole vengono in parte riallocati nella cura e nell'allevamento di quest'ultima.<sup>29</sup>

Di certo, interagisce significativamente sul processo di riduzione delle nascite la generalizzata mancanza di un'apertura sociale che assicuri livelli elevati di vita nei casi in cui la famiglia vada incontro ad incrementi dimensionali. In tale situazione, infatti, vengono meno talune preoccupazioni (destinate, talora, a tradursi in affanno psicologico) che interagiscono positivamente sulla sfera interiore dell'individuo, favorendo l'affermazione di logiche che privilegiano l'interesse individualistico.<sup>30</sup>

Resta fermo, pertanto, che gli impegni che vengono assunti per i figli (trasferimenti, servizi, fiscalità) influenzano congiuntamente fecondità, longevità e crescita, incidendo sia sul capitale umano che sulla propensione al risparmio. Significativa, al riguardo, è la considerazione secondo cui la nascita di un figlio implica anche un notevole carico psicologico, derivante dalla responsabilità genitoriale, che può causare situazioni di *stress* che incidono sulla capacità lavorativa, sulla produttività e sulla stabilità delle relazioni personali. Siamo in presenza di una realtà i cui esiti rilevano per il diritto dell'economia; basti pensare al fatto che gli strumenti di *welfare* familiare sono leve regolatorie che correggono le esternalità demografiche

---

<sup>29</sup> Cfr. BECKER, *Fertility and the Economy*, in *Journal of Population Economics*, 1992, 3 ss., ove si dimostra che la scelta di avere figli comporta un riaggiustamento dell'allocazione e delle risorse della famiglia, traducendosi in una temporanea riduzione della funzione produttiva dei genitori e in un impatto misurabile sul reddito familiare disponibile.

Si veda, altresì, ARNOTT, CHAVES, *Demographic Changes, Financial Markets, and the Economy*, cit., che, su un ampio campione di Paesi, mostra la correlazione tra variazioni nella composizione per età della popolazione, crescita del PIL e rendimento dei mercati finanziari, confermando che la genitorialità e i cicli demografici incidono in modo sistematico sui parametri di produzione e di accumulazione del capitale.

<sup>30</sup> Cfr. MARGALIT, *Redefining Parenthood – From Genetic Essentialism to Intentional Parenthood*, in *Columbia University Journal of Bioethics*, 2012, 3 ss., secondo cui la trasformazione dei modelli di genitorialità accentua la centralità dell'autonomia individuale, favorendo logiche che privilegiano l'interesse privato a scapito della dimensione collettiva della famiglia.

e orientano verso il sentiero da seguire in vista di un adeguato sviluppo.<sup>31</sup>

A ben considerare, è possibile prefigurare che le menzionate motivazioni, di natura soggettiva, cui è riconducibile il disincentivo per l'incremento di natalità siano potenziate dal particolare rilievo che, nel contesto della moderna società civile, viene assegnato alla realizzazione individuale ed all'affermazione professionale, cui viene ascritta peculiare centralità valoriale.<sup>32</sup> Conseguentemente, la genitorialità, pur non essendo in via aprioristica rifiutata, viene tuttavia posticipata o contenuta, affinché possa risultare sempre più compatibile con la carriera e le altre ambizioni personali. È evidente che, in questo senso, la sostanziale programmazione di un ipotizzabile incremento familiare non individua soltanto un cambiamento materiale, ma anche simbolico, che coinvolge l'identità stessa dei genitori, sempre meno vincolati ai ruoli riproduttivi e sempre più protagonisti nello spazio pubblico.<sup>33</sup>

Il risultato cui è dato pervenire è quello di una realtà in cui il calo della natalità non rappresenta un'emergenza contingente, bensì l'esito strutturale di una transizione profonda della società civile, tuttora in corso. Sicché, in molti casi, la decisione di procreare non si colloca più soltanto nell'orizzonte della continuità familiare, né viene considerata come un obiettivo privato del *work-life balance*;<sup>34</sup> in altri termini, essa è divenuta uno degli elementi che danno contenuto alla

---

<sup>31</sup> Cfr. GIDDENS, *Modernity and Self-Identity. Self and Society in the Late Modern Age*, Stanford University Press, Stanford, 1991, 54 ss., opera che fornisce indicazioni sulla correlazione tra scelte familiari e dimensioni emotive o culturali, per cui si esclude che i fattori economici possano essere l'unica determinante delle dinamiche riproduttive.

<sup>32</sup> Va tenuto presente che tra le molteplici cause che concorrono alla contrazione delle nascite nei paesi del Nord del pianeta, un ruolo centrale è svolto dalla trasformazione socioculturale della figura femminile. L'accesso all'istruzione superiore, l'autonomia economica e la crescente partecipazione delle donne al mercato del lavoro hanno contribuito a ridefinire le priorità individuali e collettive, spesso spostando l'orizzonte della realizzazione personale al di fuori della dimensione familiare tradizionale; cfr. KOSTORIS, *Le politiche per la donna nel mercato del lavoro italiano*, in *Diritto delle relazioni industriali*, 2/2008, pp. 479-490.

<sup>33</sup> Non a caso in argomento nel lavoro di ESPING, ANDERSEN, *The Incomplete Revolution: Adapting Welfare States to Women's New Roles*, Polity Press, Cambridge, 2009, 45 ss, si osserva che "la rivoluzione silenziosa delle donne ha cambiato radicalmente l'equilibrio delle scelte familiari, rendendo obsoleti i modelli fondati sulla complementarità dei generi".

<sup>34</sup> Cfr. ESPING-ANDERSEN, op. loc cit.

progettazione della vita adulta, da valutare insieme alle aspirazioni ed al benessere personale.

Ciò posto, non può trascurarsi di considerare che le motivazioni a base del processo di denatalità dianzi segnalate non devono essere valutate con eccessivo favore nell'ambito di un modello lineare, in quanto - come si è dianzi indicato - il ridimensionamento delle nascite non comporta *ex se* un fattore di benessere per la generazione di riferimento (e cioè quella che dà corso al calo delle nascite). Ed invero, ove si misurino gli effetti della natività in una prospettiva intergenerazionale, si potrà constatare che essa, pur riducendo la produttività nel breve periodo, costituisce un fattore di riequilibrio e di sostenibilità nel medio-lungo termine, poiché garantisce la continuità del sistema previdenziale e fiscale, nonché la trasmissione del capitale materiale e immateriale.<sup>35</sup>

Trattasi, in definitiva, di constatazioni che sollevano la questione del bilanciamento vita-lavoro e della sua gestione in modalità che incentivino la natalità e, al contempo, preservino la produttività dei genitori.<sup>36</sup> Va da sé che, muovendo dal particolare al generale, la questione si eleva a componente complessiva del sistema-Paese e, quindi, pone l'ulteriore problematica della individuazione di una soluzione che consenta il mantenimento di adeguati livelli di produzione e, quindi, di assicurare

---

<sup>35</sup> Cfr. BLOOM – CANNING, *Demographic Challenges, Fiscal Sustainability and Economic Growth*, PGDA Working Paper n. 0806, Harvard School of Public Health, 2006, spec. 5 ss.

Si veda anche IMF, *The Debate over Falling Fertility*, 2025, che avverte come tassi di fertilità persistentemente bassi possano compromettere la sostenibilità dei sistemi previdenziali e ridurre la capacità produttiva; MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *Confronting the Consequences of a New Demographic Reality*, 2025, ove si quantifica l'impatto negativo della contrazione delle nascite sul potenziale di crescita e sulle ore lavorate per persona.

In termini di politiche di lungo periodo cfr. WU et al., *The Impact of Low Fertility Rates on Labor Demand and Economic Structure*, in China CDC Wkly, 2023, 599 ss. ove si conclude per la necessità di interventi strutturali per preservare la capacità produttiva e riequilibrare i sistemi fiscali e previdenziali.

<sup>36</sup> Cfr. OECD, *Family Database*, 2023, ove si riportano i dati secondo cui le politiche di conciliazione vita-lavoro sono determinanti per incentivare la natalità e sostenere la produttività dei genitori. In senso conforme, EUROPEAN INSTITUTE FOR GENDER EQUALITY (EIGE), *Work-life Balance Index*, Vilnius (Lithuania), 2022, mostra che congedi retribuiti e servizi di *childcare* accessibili si correlano a più alti tassi di fecondità e di partecipazione femminile al lavoro.

la sostenibilità dei meccanismi previdenziali e, più in generale, il PIL del Paese.<sup>37</sup>

Valutate in un’ottica di diritto dell’economia, queste dinamiche inducono a riflettere sulla necessità di far ricorso a politiche interventistiche finalizzate a prevenire il pericolo di desertificazione sociale e produttiva; ciò promuovendo meccanismi giuridici che riescano ad incentivare il radicamento dei giovani in determinati territori, non soltanto in senso abitativo, ma anche educativo, lavorativo e familiare. Opportunamente la dottrina considera il “ricambio generazionale” come fattore che incide direttamente sulla crescita economica e sulla stabilità dei sistemi previdenziali,<sup>38</sup> laddove sul piano giuridico le politiche familiari e gli incentivi fiscali sono valutati alla stregua di strumenti di regolazione volti a riconoscere la natalità come un “bene” meritevole di protezione, al pari di altre risorse strategiche.<sup>39</sup>

Nello specifico, si addiende ad una valorizzazione del capitale umano, donde la necessità di promuovere politiche di formazione e innovazione, che hanno un immediato risvolto nelle definizioni del diritto dell’economia. Alla luce di quanto precede, si ravvisa possibile anche un intervento pubblico che possa ridurre il costo opportunità della genitorialità.<sup>40</sup> In questo caso la soluzione disciplinare deve contemplare un ampio ventaglio di soluzioni operative, dai congedi parentali retribuiti alle politiche di flessibilità oraria, dallo *smart working* ai servizi di *childcare*;<sup>41</sup> ciò, ovviamente, in aggiunta ad incentivi fiscali o altre forme di sostegno

---

<sup>37</sup> Cfr. ROSINA, *Crisi demografica. Politiche per un Paese che ha smesso di crescere*, Vita e Pensiero, Milano, 2023, p. 42 e ss., ove si sottolinea come la denatalità, se non affrontata con politiche strutturali, incida direttamente sulla capacità produttiva nazionale e sulla sostenibilità dei sistemi previdenziali.

<sup>38</sup> Si veda, al riguardo, la riflessione di BLANGIARDO, *Meno non è meglio. Perché e come dobbiamo tornare giovani*, in *Limes*, 2019, n. 2, ove viene affrontato il tema del crollo della fecondità in Italia e in Europa.

<sup>39</sup> Cfr. BLANGIARDO, op. cit., loc. cit.

<sup>40</sup> Cfr. ISTAT, *Rapporto annuale 2023. La situazione del Paese*, Roma, 2023, 157 ss., che evidenzia come l’elevato costo opportunità della genitorialità rappresenti uno dei principali deterrenti per la natalità in Italia. Il Rapporto segnala, in particolare, la necessità di interventi pubblici mirati – dai congedi parentali retribuiti ai servizi di *childcare* – volti a riequilibrare il rapporto tra tempi di lavoro e tempi di cura, riducendo gli effetti penalizzanti che la scelta di avere figli produce sulla carriera e sulla partecipazione al mercato del lavoro, soprattutto femminile.

<sup>41</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Work-Life Balance Initiative*, 2019, ove si indicano un insieme articolato di misure – congedi parentali retribuiti, politiche di flessibilità oraria, *smart working* e

monetario.<sup>42</sup>

Da qui, un duplice compito per il regolatore nei Paesi ad economia avanzata,<sup>43</sup> il quale può avvalersi degli strumenti del diritto dell'economia - in primo luogo - per disciplinare una dinamica compensativa che possa aiutare a redistribuire il costo privato dei figli attraverso meccanismi collettivi, sì da evitare che il benessere della famiglia dipenda esclusivamente dalla sua capacità di limitare la riduzione della produttività e l'aumento dei costi causati dal sostentamento dei figli. In secondo luogo, vengono in considerazione compiti promozionali *in subiecta materia*, creando un ambiente istituzionale che riconosca la natalità come un investimento in capitale umano e ne favorisca la realizzazione attraverso provvedimenti normativi in materia di parità di genere e inclusione lavorativa.

Da tempo, i temi dianzi rappresentati sono stati oggetto di apposite disposizioni che, in Europa, hanno segnato un significativo passo in avanti rispetto all'obiettivo dianzi indicato, riconoscendo diritti minimali per tutelare le lavoratrici in maternità (Direttiva 92/85/CEE), migliorando la vita familiare e professionale dei genitori (Direttiva (UE) 2019/1158), i quali sono protetti dalle cd. *parenthood penalty* nel mondo del lavoro (Direttiva 2006/54/CE; v. anche CJEU, C-333/97 *Lewen v Denda* e C-512/11 *Terveys*). In via prospettica, nonostante l'indicato stato di avanzamento della normativa, si ravvisano i presupposti economici per ulteriori interventi fondati

---

servizi di *childcare* – per ridurre il costo opportunità della genitorialità, favorire l'uguaglianza di genere e migliorare la partecipazione al mercato del lavoro, in coerenza con gli obiettivi di sostenibilità economica.

<sup>42</sup> Cfr. lo studio di OLIVETTI, PETRONGOLO, *Gender Gaps across Countries and Skills: Supply, Demand and the Industry Structure*, IZA Discussion Paper No. 5755, 2011, nel quale si evidenziano come incentivi fiscali e trasferimenti monetari possano costituire strumenti cruciali per ridurre il divario di genere nel mercato del lavoro, sostenendo la partecipazione femminile e la natalità.

<sup>43</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Gender Equality Strategy 2020–2025*, Bruxelles, 2020, spec. p. 12 e ss., che individua nella promozione della parità di genere e nel sostegno alla genitorialità strumenti essenziali per favorire l'inclusione lavorativa e la crescita della natalità, considerata quale investimento in capitale umano. In letteratura, v. CANAL, GUALTIERI, *Genitorialità e work-life balance. Una lettura multidimensionale delle politiche di conciliazione*, INAPP, Roma, 2017, p. 25 e ss., i quali sottolineano come la redistribuzione collettiva del costo privato dei figli rappresenti una leva di riequilibrio tra produttività economica e benessere familiare.

su politiche demografiche integrate,<sup>44</sup> le quali siano in grado di considerare unitariamente i modelli economici, gli strumenti giuridici e i riflessi psicologici, mirando ad un'incentivazione della natalità che possa essere anche strumentale alla crescita del benessere collettivo.

4. Una differente visione della famiglia e della procreazione si riscontra in ampia parte delle aree del Sud del mondo, nelle quali la presenza di elevati livelli di povertà e di una endemica scarsità di opportunità economiche sono alla base di una linea comportamentale opposta a quella dianzi rappresentata con riguardo a numerosi paesi europei.<sup>45</sup> Ciò in quanto, in dette aree, il bisogno economico agisce da catalizzatore nel determinare un orientamento della popolazione caratterizzato da un rilevante ricorso alla natalità, la quale viene considerata spesso come forma di sicurezza economica.<sup>46</sup>

Nello specifico, vanno evidenziate le ragioni in base alle quali nei Paesi a basso reddito la relazione tra incremento delle nascite e capacità di produzione assume tratti diversi e, in parte, opposti rispetto a quelli osservati nelle società ad economia avanzata.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> In altri termini, le considerazioni riportate nel presente paragrafo convergono verso le conclusioni rassegnate da EUROPEAN COMMISSION, EUROPEAN CARE STRATEGY, COM (2022) 440 *final*, Bruxelles, 7 settembre 2022, che propone un approccio integrato alle politiche di cura, volto a combinare strumenti economici, giuridici e sociali al fine di rafforzare i servizi per l'infanzia e l'assistenza agli anziani. La Commissione sottolinea come tali interventi, oltre a ridurre gli ostacoli alla partecipazione femminile al mercato del lavoro, possano incentivare la natalità e contribuire in modo diretto alla crescita del benessere collettivo, configurandosi così come parte di una più ampia strategia demografica europea.

<sup>45</sup> Cfr. MBOSHU KONGO, *Famiglia come ambiente naturale*, edito dal Pontificium Consilium Pro Familia, 2016, secondo cui, per capire le sfumature del concetto di famiglia africana occorre prima di tutto analizzare la concezione della persona umana che si ha in Africa, ivi descritta.

<sup>46</sup> Rilevano le considerazioni di CALDWELL, *The Cultural Context of High Fertility in Sub-Saharan Africa*, in *Population and Development Review*, 13(3), 1987, 409, il quale prende in considerazione prenatalismo, reti parentali, religione e prestigio sociale, argomentando come questi elementi sostengono la famiglia estesa, ostacolando riduzioni rapide della fecondità nel tempo nei contesti indicati nel testo.

<sup>47</sup> Utile richiamare il classico lavoro di GOODE, *World Revolution and Family Patterns*, Free Press of Glencoe, New York, 1963, ove l'A. spiega trasformazioni dei modelli familiari con

Al riguardo, sembra condivisibile la tesi, prospettata in letteratura, secondo cui una prole numerosa può essere l'obiettivo di un progetto di vita finalizzato alla realizzazione della persona; obiettivo a fondamento del quale, nelle realtà caratterizzate da basso reddito e arretramento culturale, può esservi il convincimento che i figli possono rappresentare una risorsa economica, fonte di lavoro familiare e potenziale garanzia di sicurezza per la vecchiaia dei genitori.<sup>48</sup> A ben considerare, però, sul piano economico un alto tasso di natalità finisce inevitabilmente col produrre un rapido incremento demografico, cui consegue una forte pressione sulle risorse disponibili e, dunque, una sostanziale riduzione degli investimenti in capitale umano per ciascun figlio.<sup>49</sup>

Un'attenta riflessione sulle dinamiche demografiche, eseguita alla luce del diritto dell'economia, ci consente di comprendere che i mutamenti quantitativi/qualitativi della popolazione - connessi alle variegate situazioni che si riflettono sui livelli di incremento ovvero di decremento della stessa<sup>50</sup> - devono essere considerati variabili strutturali che incidono direttamente sugli equilibri socio-economici dei paesi dai medesimi interessati e, di conseguenza, sulle scelte di regolazione giuridica. La dottrina, nel tentativo di elaborare adeguate chiavi di lettura sistematica di detta fenomenologia, ha messo in evidenza la prevalente natura geopolitica delle trasformazioni demografiche, poiché esse ridisegnano i rapporti di forza tra Stati e regioni, modificando le catene di valore, i mercati del lavoro e gli strumenti di *welfare*, elementi tutti che interagiscono sulle esternalità demografiche, orientando nella scelta dei percorsi da seguire a fini di sviluppo.<sup>51</sup>

---

industrializzazione; anticipa convergenze, ma sottovaluta resilienze culturali del Sud globale e divergenze.

<sup>48</sup> Cfr. DAS GUPTA, *Fertility Decline and Its Determinants*, 1993.

<sup>49</sup> Cfr. WORLD BANK, *World Development Report* 2023.

<sup>50</sup> Cfr. CALDWELL, *Theory of Fertility Decline*, Academic Press, London–New York, 1982, per una delle prime teorie sui flussi di ricchezza intergenerazionale; nei paesi poveri i figli sostengono i genitori, spiegando fertilità elevata persistente in assenza di *welfare*.

<sup>51</sup> Cfr. FANTI, GORI, *Endogenous fertility, endogenous lifetime and economic growth: the role of child policies*, in *Journal of Population Economics*, 2014, 27(2), pp. 529–564.

In presenza di siffatta realtà il giurista comprende che il diritto dell'economia deve misurarsi non solo con la quantità della forza lavoro disponibile, ma anche con la qualità delle competenze di quest'ultima;<sup>52</sup> ciò al fine di garantire il buon esito dei meccanismi redistributivi che presiedono all'inclusione dei nuovi soggetti nei processi produttivi.<sup>53</sup> Se ne deduce che l'accumulazione di capitale umano *tout court* non è sufficiente di per sé ad assicurare lo sviluppo economico; essa, se non si accompagna all'*istruzione* (che conferisce la conoscenza necessaria per conseguire elevati gradi di professionalità), non consente all'ampiamento della finestra demografica di tradursi in crescita.

Acquisita l'*istruzione* come priorità normativa, il conseguimento di un elevato grado di competenze assurge, infatti, a condizione che rende possibile la realizzazione di una dinamica economica inclusiva e sostenibile.<sup>54</sup> Si delinea, in tal modo, una prospettiva nella quale il diritto dell'economia e le politiche pubbliche riescono a promuovere un'adeguata pianificazione familiare orientata verso i reali fattori di moltiplicazione della ricchezza; da qui l'esigenza di favorire l'accesso all'*educazione* (soprattutto femminile),<sup>55</sup> indispensabile per il corretto esercizio delle

---

<sup>52</sup> Si veda COLI, *Il capitale umano è la base della superpotenza*, in *Limes*, 2020, n. 12.

<sup>53</sup> Cfr. HANUSHEK, WOESSION, *The Knowledge Capital of Nations: Education and the Economics of Growth*, MIT Press, Cambridge (MA), 2015, ove si dimostra che la qualità delle competenze (cognitive skills) può favorire crescita e inclusione in quanto assicura un capitale umano maggiormente adeguato alle sfide della contemporaneità.

<sup>54</sup> Cfr. le conclusioni di FORBES, BARKER, TURNER, *The Effects of Education and Health on Wages and Productivity*, Productivity Commission, Staff Working Paper, 18 marzo 2010, ove - su base micro/econometrica - si evidenzia che livelli più elevati d'*istruzione* e migliori condizioni di salute si associano a salari maggiori (*proxy* della produttività), corroborando l'idea che la qualità del capitale umano abiliti dinamiche economiche inclusive e sostenibili.

<sup>55</sup> Cfr. KULKA, NIKOLKA, POUTVAARA, S. UEBELMESSER, *International Applicability of Education and Migration Aspirations*, CESifo Working Paper n. 10395, 2023, disponibile su SSRN (abstract n. 4431386) i quali evidenziano come a livello internazionale gli insegnamenti percepiti dall'*istruzione* predicano aspirazioni migratorie e impegno, con differenze disciplinari rilevanti, specialmente nel diritto degli studenti.

Si veda anche HAAPANEN, BÖCKERMAN, *Does Higher Education Enhance Migration?*, in IZA Discussion Paper n. 7754, (ult. rev. 9 maggio 2025), lavoro nel quale si sottolinea che l'*istruzione* terziaria può essere il motore di riallocazione del capitale umano e possibile amplificatore dei divari regionali.

attività professionali e, in particolare, di diffondere quella *finanziaria* che presidia i sistemi di accumulo dei risparmi, garantendo al contempo la sicurezza sociale e previdenziale.<sup>56</sup>

Si comprende, quindi, che le sfide demografiche urgenti – causate dalla povertà endemica e dalla continua crescita dimensionale della popolazione riscontrabili in molte aree del Sud del mondo – non possono essere affrontate efficacemente con soluzioni frammentate, affidate alle iniziative benefiche che sono attivate a livello internazionale. Necessita, invece, promuovere una visione normativa e istituzionale che armonizzi lo sviluppo economico con il rispetto della dignità umana e della logica giuridica: tale obiettivo è perseguitabile attraverso la realizzazione di un nuovo ordine geopolitico fondato su una cooperazione sistematica, impegni vincolanti, eque condizioni di accesso alle risorse del sapere e della tecnologia.

Da qui, l'ipotesi avanzata da alcuni studiosi con riguardo all'esigenza di dar vita ad un nuovo “ordine” regolato non tanto dalla forza statuale tradizionale, quanto da equilibri tra potenza e coesione normativa posti in essere nell'ambito di un sistema informazionale planetario.<sup>57</sup> Viene sollecitato, quindi, un intervento pubblico atto a superare l'approccio emergenziale fino ad oggi attuato da alcuni Stati; ciò nel presupposto che solo l'elaborazione di regole giuridiche stabili, fondate su modelli di integrazione economica, previdenziale e sanitaria, consente di verificare che la crescita delle popolazioni di aree non progredite non è necessaria solo per finalità di coesione demografica, ma perché identifica un elemento strategico della

---

<sup>56</sup> Cfr. CLELAND ET AL., *Family Planning: The Unfinished Agenda*, *The Lancet*, 2006.

<sup>57</sup> Cfr. SAVONA, VANORIO, *Geopolitica dell'infosfera. L'eterna disputa tra Stato e mercato/individuo nel Nuovo Ordine Mondiale Digitale*, Rubbettino, 2023, *passim* ove gli AA. ipotizzano una quarta rivoluzione industriale dominata dalla digitalizzazione delle informazioni, che supera la globalizzazione, nella quale emergono tensioni strutturali tra il vecchio ordine degli Stati e il potere del mercato, pervaso da sistemi informativi globali, confronti geopolitici e conflitti sociali.

sostenibilità economico-sociale del pianeta.<sup>58</sup>

Siamo pienamente consapevoli che, a livello giuridico-economico, questo “ordine” è di difficile realizzazione in quanto richiede l’adozione di trattati multilaterali vincolanti su materie - come l’educazione, la sanità e la formazione professionale - la cui regolazione dovrebbe essere uniforme nei paesi che ad essi aderiscono. Da qui l’esigenza di prevedere: un regime internazionale che consenta il trasferimento tecnologico, nel quale sia previsto il rilascio di licenze accessibili per finalità sociali; politiche fiscali globali redistributive; adeguate forme di regolazione dei regimi migratori, disciplinati con reciproco vantaggio dei paesi aderenti.

Tali accordi multilaterali dovrebbero obbligare gli Stati del Nord del globo a finanziare programmi di aiuto subordinati ad apposite condizionalità (istruzione e formazione tecnica specialistica delle popolazioni dei paesi in via di sviluppo). Ovviamente, l’ambito sovranazionale suggerisce che gli stati dovrebbero auspicabilmente avvalersi - nella diffusione delle tecnologie didattiche, agricole e sanitarie - dell’ausilio delle organizzazioni sovranazionali per affrontare le variabili demografiche e, quindi, a questi fini, dell’Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO), la quale potrebbe prevedere un “diritto di accesso” a programmi per finalità sociali (*health, education*).<sup>59</sup>

In tale contesto diviene possibile ipotizzare forme di migrazione regolamentata. Ciò prevedendo, tra l’altro, anche attraverso accordi bilaterali o multilaterali, meccanismi legali che prevedano il riconoscimento delle qualifiche professionali acquisite in Paesi poveri, nonché norme volte a garantire il diritto alla salute nei paesi di destinazione (ricomprendendo in esso anche l’accesso a metodi di

---

<sup>58</sup> Si veda ZANFRINI, *Il contributo dell’immigrazione nel contrasto all’inverno demografico italiano*, in *Italianieuropei*, 2023, n. 4, in cui si osserva come la demografia italiana sia segnata da una rapida transizione verso l’invecchiamento (con una percentuale significativa di over 65 nelle prossime due decadi), rendendo cruciale il ruolo dell’immigrazione quale risposta strutturale alla crisi demografica.

<sup>59</sup> Va da sé che le politiche fiscali potrebbero prevedere appositi meccanismi di finanziamento nei paesi poveri per la crescita delle imprese operanti in questi ultimi, evitando nel contempo che esse conseguano profitti netti senza contribuire allo sviluppo locale.

controllo demografico basato sul consenso).

È evidente come per invertire le condizioni deprecabili che connotano le aree del Sud del pianeta serve un riformismo giuridico-economico che operi su scala globale, guidato da una cooperazione strutturata tra Stati e organizzazioni internazionali.<sup>60</sup> A tal riguardo va, a nostro avviso, ipotizzata l'opportunità di un apposito mandato dei governi per l'intervento di istituzioni come la Banca Mondiale, il FMI, l'UNESCO e l'UNICEF al fine di promuovere lo sviluppo umano e sociale.

Ci accorgiamo, peraltro, che in una logica di '*wishful thinking*' abbiamo delineato un quadro programmatico che presuppone una realtà geopolitica diversa da quella che si rinviene nel presente momento storico. Va, comunque, fatto presente che il disegno riformista di cui sono stati tracciati brevi tratti implica l'adozione di misure destinate a recare reciproci vantaggi a tutti gli Stati che aderiscono al nuovo 'ordine' fondato sulla cooperazione a livello globale.

È appena il caso di sottolineare che, per i paesi del Nord del pianeta, dette misure non costituiscono atti puramente altruistici: esse, infatti, giocano un ruolo essenziale nel preservare la stabilità internazionale, nell'ampliare i mercati e nel mitigare il cambiamento climatico.<sup>61</sup> In tale prospettiva, la cooperazione diviene una scommessa razionale e strategica: è interesse di tali paesi che il capitale umano, le competenze, le aspirazioni di intere popolazioni trovino libertà di espressione, opportunità reali e diritti concreti.<sup>62</sup> È questa la linea da seguire per superare il

---

<sup>60</sup> Cfr. MASON, *Six Ways Population Change Will Affect the Global Economy in Population and Development Review*, 2022, 48(1), pp. 51–73, ove sono sistematizzati sei canali di trasmissione demografia - economia (dipendenze per età, risparmio/ricchezza, produttività, finanza pubblica, ecc.), cui consegue l'esigenza di regole di bilancio e *welfare* "sensibili alla demografia", capaci di internalizzare la traiettoria della popolazione nelle scelte allocative.

<sup>61</sup> Vi veda l'ipotesi della correlazione tra demografia e variabili economiche proposta da JUSELIUS, TAKÁTS, *Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?*, BIS Working Paper n. 485, febbraio 2015, disponibile su SSRN (abstract n. 2562443), secondo cui - su dati panel di 22 Paesi (1955-2010) - una maggiore quota di dipendenti (giovani e anziani) si associa ad una inflazione più elevata, mentre quote in età lavorativa variegate si correlano con un'inflazione più bassa.

<sup>62</sup> Cfr. MARGIOTTA, *Migrazioni, diritti, cittadinanza*, Padova, 2012, p. 91 ss. Si veda, altresì, RENTERÍA, SOUTO, MEJÍA, GUEVARA, PATXOT, *The Effect of Education on the Demographic Dividend*, in *Development Review*, 2016, 42(4), pp. 651–671, ove si dimostra che il dividendo

paradigma dell’aiuto emergenziale (che spesso lega gli interventi a favore delle aree del Sud del pianeta a risultati superficiali e produce dipendenza) per dare vita a una cooperazione duratura, giusta e strutturata.

Il diritto dell’economia ha l’occasione per essere protagonista nella transizione ad un nuovo ordine geopolitico che riconosce la sovranità e il ruolo attivo dei popoli del Sud del pianeta. Gli studiosi di questa disciplina devono assumersi la responsabilità di architettare questo cambiamento, promovendo obblighi che possono ridurre le disuguaglianze e garantire equità. Essi devono dare riscontro all’esigenza, avvertita da molti, di evitare che in futuro la ricchezza del pianeta sia solo di alcuni e non di tutti.

5. La lettura delle dinamiche demografiche secondo logiche di *law and economics*, alla luce di quanto sin qui evidenziato, si configura particolarmente utile per interpretare le diverse componenti dei fenomeni che alle medesime si ricollegano, in quanto consente di analizzare vuoi le politiche dei paesi destinatari dei flussi migratori, vuoi le ragioni che sono a fondamento di questi ultimi (*i.e.* scelte razionali poste in essere da individui mossi da particolari situazioni di fatto che incentivano i processi migratori).

Nello specifico è bene precisare che detto approccio aiuta a comprendere come coloro che sono disposti a emigrare non agiscano in base a valutazioni astratte, bensì anche in funzione di un calcolo di utilità marginale, che tiene conto di numerosi fattori: opportunità occupazionali, aspettative di reddito, accesso ai servizi essenziali, tutela dei diritti fondamentali e, non da ultimo, condizioni di legalità del soggiorno nel paese di destinazione. E’ evidente che il diritto, in siffatta cornice, non individua un elemento neutro, bensì costituisce un fattore essenziale di una valutazione logica

---

demografico dipende dall’accumulazione di capitale umano: senza istruzione, la finestra demografica non si traduce in crescita; sicché, la priorità normativa a istruzione e competenze emerge come condizione per rendere inclusiva e sostenibile la dinamica economica.

che contribuisce a modellare i comportamenti migratori: agisce cioè sia come meccanismo selettivo (ad esempio: attraverso la riferibilità a criteri di ammissione generalizzati ovvero a meccanismi fondati su 'sistemi per quote'), sia come fattore incentivante o disincentivante (per mezzo di regimi fiscali, politiche di welfare, diritti di cittadinanza, ecc.), cui in precedenza ci siamo richiamati.

Dal punto di vista sistematico, le norme che regolano la migrazione producono effetti redistributivi, generano esternalità e influenzano la composizione qualitativa del capitale umano in ingresso nei paesi di destinazione. In presenza di siffatta realtà - come si è cercato di evidenziare nelle pagine che precedono - il fenomeno migratorio diviene un punto di incrocio - e un momento di sintesi - tra istanze giuridiche ed esigenze economiche, in quanto interagisce significativamente sugli esiti delle dinamiche demografiche; laddove queste ultime siano l'esito di un ragionamento individuale, ma - almeno in parte - prevedibile, soggetto alle logiche dell'efficienza allocativa e dell'equità distributiva.

È evidente, quindi, la ragione per cui al fine di assicurare forme di equilibrio nello svolgimento dei flussi migratori necessita procedere ad un inquadramento di questi ultimi come fattispecie riconducibile alle dinamiche razionali che si determinano all'interno di un sistema normativo, seguendo i criteri disciplinari all'uopo predisposti. Appare chiaro, in tale ordine d'idee, che è il diritto dell'economia ad indicare il percorso da seguire, dando spazio non solo ad una compiuta valutazione degli impatti sociali ed economici della mobilità umana, ma anche ad una più consapevole progettazione delle politiche pubbliche più efficaci che le autorità di vertice dei paesi destinatari devono praticare *in subiecta materia*.

Sotto altro profilo, è di immediata percezione il fatto che nel nostro continente si individuano i presupposti in base ai quali - come si è delineato nel disegno ricostruttivo da esporre nell'indagine - le dinamiche demografiche si incanalano in circuiti che giustificano i criteri distintivi tra un Nord del pianeta, caratterizzato da

una situazione di benessere ma segnato da un crescente invecchiamento, ed un Sud che si contraddistingue per la presenza di una realtà di segno opposto. Risulta, altresì, evidente come la demografia influisca direttamente sulle politiche economiche e di *welfare*; cioè, con ovvi riflessi sulla individuazione degli strumenti giuridici (differenziati) da utilizzare e sul ruolo delle istituzioni nazionali e internazionali, chiamate ad attuare idonee modalità d'integrazione delle politiche economiche e demografiche.<sup>63</sup>

In tale contesto, deve ritenersi essenziale la funzione che il diritto dell'economia svolge nell'organizzazione delle società caratterizzate da elevati livelli di sviluppo e di benessere. Significative, al riguardo, sono le valutazioni relative alla sperimentazione di politiche regolamentari atte a contrastare la contrazione della natalità;<sup>64</sup> esse, infatti, consentono di verificare la possibilità di coniugare il miglioramento delle condizioni di genitorialità (e, quindi, un recupero del livello quantitativo delle nascite) con l'apertura verso politiche di accoglienza (e, quindi, con l'inclusione degli stranieri nel computo della popolazione nazionale).<sup>65</sup>

Se ne deduce che il diritto dell'economia è di ausilio anche sul piano della proiezione del sistema disciplinare verso la gestione della *transizione demografica* in corso,<sup>66</sup> in quanto il regolatore potrebbe prendere in considerazione i principali

---

<sup>63</sup> Sul nesso tra dinamiche demografiche e politiche economiche v. SARTOR, *L'invecchiamento della popolazione e i riflessi sull'economia e sulla finanza pubblica*, Bologna, 2010, il quale mette in luce come l'evoluzione della struttura per età condizioni direttamente la sostenibilità del *welfare* e delle finanze pubbliche. In senso analogo cfr. BRUGGIAVINI - G. WEBER, *Dinamiche demografiche e politiche pubbliche*, in AA.VV., *Evoluzione e riforma dell'intervento pubblico. Scritti in onore di Gilberto Muraro*, Padova, Cedam, 2013, p. 85 e ss., opera nella quale si sottolinea l'esigenza di una maggiore integrazione tra politiche economiche e demografiche per assicurare equilibri di lungo periodo e adeguata tutela sociale.

<sup>64</sup> Cfr. BILLARI - TOMASSINI, *Rapporto sulla popolazione. L'Italia e le sfide della demografia*, Bologna, 2021, p. 147 e ss.

<sup>65</sup> Cfr. AMBROSINI, *Sociologia delle migrazioni*, Bologna, 2020, p. 265 e ss.

<sup>66</sup> Cfr. LESTHAEGHE, *The second demographic transition: a concise overview of its development*, in *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 2014, 111(51), p. 18112 e ss.; ID., *The second demographic transition, 1986–2020: sub-replacement fertility and rising cohabitation – a global update*, in *Genus*, 2020. La traiettoria evidenziata da Lesthaeghe conferma che la riduzione della fecondità è largamente riconducibile a fattori istituzionali ed economico-sociali (incertezza occupazionale e alloggiativa, tempi di transizione allo stato adulto, costi di cura, compatibilità lavoro-

fattori che riducono la propensione alla genitorialità, sì da valutare se, al fine di migliorarne la tenuta, necessita modificare il quadro ordinatorio di riferimento.<sup>67</sup> Va da sé che tal genere di interventi interagisce favorevolmente sulla configurazione del sistema assistenziale nei Paesi ad economia avanzata, consentendo di valutare la possibilità di predisporre strumenti pubblici correttivi della *depressione demografica* degli anni più recenti,<sup>68</sup> capaci di contemperare diritti sociali e sostenibilità dei conti pubblici.<sup>69</sup> Tale approccio consente, infatti, di ricondurre le dinamiche demografiche nell'insieme dei fatti sociali da considerare come variabili istituzionali, in quanto mette in luce l'esigenza di un sistema normativo che coniugi politiche migratorie con strategie di sviluppo del capitale umano interno.<sup>70</sup>

In tale solco logico, quindi, i mutamenti demografici non agiscono come fattori di riequilibrio (o di squilibrio) degli assetti costituzionali, ma si presentano quali esiti di un comportamento umano che è influenzato dalle dinamiche di mercato, della finanza e dei pubblici poteri.<sup>71</sup> Pertanto, i *policy maker* sono chiamati a registrare per

---

famiglia) mediati da mutamenti valoriali; ne discende la necessità di una valutazione regolatoria integrata - nel perimetro del diritto dell'economia - idonea a migliorare le prospettive di vita, a livello individuale e sociale.

<sup>67</sup> Cfr. BOSERUP, *The Conditions of Agricultural Growth. The Economics of Agrarian Change under Population Pressure*, London, 1965; ID., *Population and Technological Change: A Study of Long-Term Trends*, The University of Chicago Press, Chicago–London, 1981. Si veda, anche, Margiotta, *Migrazioni, diritti, cittadinanza*, Padova, 2012, pp. 91-119.

<sup>68</sup> Utile segnalare gli esiti di una ricerca che ha preso in considerazione l'Italia e i processi di migrazione interna; cfr. ROSINA, *L'implosione demografica del Sud*, in *Italianieuropei*, 2015, n. 1; al riguardo rileva anche lo studio di BONIFAZI - CONTI, *Migrazioni, giovani e dinamiche demografiche in Italia*, in *Sinapsi. Rivista di studi e ricerche di politiche del lavoro*, 2025, n. 1, che ha approfondito l'intreccio tra calo delle nascite, invecchiamento della popolazione e ruolo dei flussi migratori.

<sup>69</sup> Si è già preso in considerazione la problematica della sostenibilità della crescita della popolazione, avendo riguardo ai casi in cui le condizioni di benessere materiale sono insufficienti a sostenere una natalità elevata, per cui l'aumento della popolazione diviene ostacolo allo sviluppo sociale.

<sup>70</sup> Cfr. ROSINA, *All'Italia servono persone prima che braccia*, in *Limes*, 2016, n. 7, ove si sottolinea che la questione demografica non può essere ridotta a una valutazione quantitativa della forza lavoro, ma richiede una lettura qualitativa in termini di capitale umano.

<sup>71</sup> Cfr. FANTI, GORI, *Endogenous fertility, endogenous lifetime and economic growth: the role of child policies*, in *Journal of Population Economics*, 2014, 27(2), pp. 529–564, ove le politiche per i figli (trasferimenti, servizi, fiscalità) influenzano congiuntamente fecondità, longevità e crescita, incidendo su capitale umano e risparmio. L'esito rileva per il diritto dell'economia: gli strumenti di

tempo i cambiamenti della popolazione e, successivamente, a promuovere gli strumenti di governo che possano garantire coerenza sistematica all'azione dello Stato di fronte a fatti che, solo in parte, sono ancorati alla realtà del territorio nazionale.

Vengono, al riguardo, in considerazione fattori geopolitici, evidenziati da alcuni studiosi, i quali hanno sottolineato che le pressioni demografiche provenienti dal Sud del mondo costituiscono oggi la principale forza dirompente capace di incidere sull'ordine globale e sulla convivenza locale.<sup>72</sup> Trattasi di interpretazioni che - nell'ascrivere peculiare centralità alle migrazioni rispetto alla formulazione dei modelli macroeconomici di riferimento - propongono una interpretazione delle catene globali di valore che tiene conto anche del rapporto tra denatalità, migrazione e sostenibilità economica.<sup>73</sup> Da qui l'ulteriore considerazione riguardante la opportunità di un intervento pubblico multilivello, idoneo a regolare fenomeni demografici interdipendenti tra loro, atteso che i flussi migratori e i bisogni economici si proiettano immediatamente su scala transnazionale.<sup>74</sup>

Alla luce di quanto precede, va riconosciuta l'utilità di un centro globale di regolazione (che, al momento, non è dato riscontrare, se non su base continentale<sup>75</sup>), dotato di poteri autoritativi e in grado di ricondurre la gestione delle variabili

---

welfare familiare sono leve regolatorie che correggono esternalità demografiche e orientano il sentiero di sviluppo.

<sup>72</sup> Cfr. KHANNA, *op. cit.*, pp. 113-141.

<sup>73</sup> Sulla migrazione minorile, che impone allo Stato di conciliare principi di protezione con esigenze di sostenibilità finanziaria, cfr. D'AGOSTINO, *The case of unaccompanied migrant minors in Italy*, in *Rivista Italiana di Economia Demografia e Statistica*, 2024, Vol. LXXVIII, n. 1, opera nella quale si analizza la presenza dei minori stranieri non accompagnati e il relativo quadro normativo nazionale (L. 47/2017), evidenziando talune criticità delle politiche di accoglienza e le loro implicazioni economiche.

<sup>74</sup> Cfr. LIVI BACCI, *A Concise History of World Population*, 6<sup>a</sup> ed., Wiley-Blackwell, 2024, pp. 257-283.

<sup>75</sup> Cfr. CARACCIOLLO, *Una nuova strategia per i flussi migratori*, in *Limes*, 2023, n. 5, secondo cui le politiche migratorie - ove intese come azioni decisive per la sostenibilità economica e sociale dell'Europa - hanno ad oggetto un fenomeno (i.e. le migrazioni) che non va considerato alla stregua di un'emergenza, ma come costante strutturale. Ne deriva, sul piano giuridico, la necessità di un *corpus* normativo unitario a livello europeo, capace di superare la frammentazione delle politiche nazionali e di rafforzare la coerenza del progetto europeo.

demografiche tra le componenti del potere esecutivo.<sup>76</sup> Tuttavia, non si può omettere di considerare che, al presente *in subiecta materia* gli Stati europei non sembrano orientati verso una cessione di sovranità in ambito sovranazionale; infatti, non si riscontra ancora un generalizzato orientamento della politica volto ad affrontare le dinamiche demografiche come variabili capaci di incidere sugli assetti di governo, donde l'esigenza di coordinarsi a livello internazionale per un adeguamento delle politiche fiscali, previdenziali e del lavoro.<sup>77</sup>

Sul piano politico, si riscontrano resistenze variegate da parte di alcuni centri di interesse; resistenze forse motivate dal timore che le dinamiche demografiche possano rappresentare un fattore di redistribuzione del potere globale, della ricchezza o delle opportunità; ciò, con la conseguenza che le migrazioni possano minare la perdurabilità del potere e dello stile di vita dei paesi più ricchi.<sup>78</sup> Purtroppo, non sembra destinata a far breccia su tali resistenze la riferibilità al fondamento etico sotteso alla accoglienza e all'integrazione, né il diffuso convincimento secondo cui la regolazione giuridico-economica dei flussi migratori può coniugare principi di efficienza e di equità con la tutela della dignità umana, ravvisando nell'integrazione un principio ordinatorio della convivenza civile e della *governance* economica.<sup>79</sup>

---

<sup>76</sup> Cfr. Di GASPERE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2017, pp. 115-144.

<sup>77</sup> Cfr. SARTORI, *Pluralismo, multiculturalismo e estranei*, Milano, 2000, pp. 45-67; si veda, anche, RUIU, *Gender equality attitudes of Muslim migrants in Italy*, in *Rivista Italiana di Economia Demografica e Statistica*, 2021, Vol. LXXV, n. 3, ove si indagano gli atteggiamenti di genere all'interno della popolazione migrante islamica in Italia. L'indagine empirica, pur di taglio socio-statistico, solleva questioni di rilievo normativo riguardo ai diritti di cittadinanza e all'integrazione economica.

<sup>78</sup> Cfr. DELLA ZUANNA, *Come curare il trauma demografico*, in *Limes*, 2021, n. 4, ove si propongono rimedi per contrastare la crisi demografica italiana, tra cui politiche di sostegno alle famiglie e riforme del welfare. Dal punto di vista giuridico, tali misure implicano un ripensamento dell'allocazione delle risorse pubbliche e, dunque, la ridefinizione delle priorità normative tra spesa corrente e investimenti sociali.

<sup>79</sup> Dovendo escludere che la demografia sia un fenomeno neutro, stante il suo carattere di variabile normativa e politica di primaria importanza, si possono utilizzare gli strumenti del diritto dell'economia come disciplina per affrontare le sfide poste dall'invecchiamento, dalla migrazione e dalla redistribuzione globale della popolazione, sollecitando interventi di regolazione che possano promuovere un equilibrio tra sostenibilità economica, giustizia sociale e stabilità geopolitica; cfr. al riguardo ALPA, *Solidarietà. Un'utopia necessaria*, Bari, 2015, pp. 101-125.

6. Seguendo la prospettiva di indagine dianzi indicata l'analisi relativa alle dinamiche demografiche va, quindi, orientata sul fenomeno delle migrazioni, considerato (in molti paesi destinatari delle stesse) alla stregua di un'emergenza, laddove - come esattamente è stato qualificato da un acuto studioso - deve essere ritenuto una 'costante strutturale' della realtà geopolitica del pianeta.<sup>80</sup> Da qui l'esigenza, rappresentata in letteratura, di una riflessione giuridica che - con equilibrio ed equità, come solo la ragionevolezza del diritto consente - offre la possibilità di interpretare detto fenomeno in modalità unitaria, vale a dire superando la frammentata lettura che di esso danno le politiche nazionali, al fine di pervenire a qualche positiva conclusione sulla questione che qui ci occupa.<sup>81</sup>

In altri termini, necessita verificare se sussista la possibilità di affrontare risolutivamente le macro-tendenze della società globale (i.e. povertà ed immigrazione, da un lato, e invecchiamento della popolazione, dall'altro), identificando gli interventi che sono in grado di dare contenuto ad un progetto politico, promosso a livello internazionale, finalizzato ad introdurre regole uniformi con riguardo alla tematica delle migrazioni.<sup>82</sup>

Il diritto dell'economia per le motivazioni esposte nei precedenti paragrafi

---

<sup>80</sup> Cfr. CARRACCIOLI, *Una nuova strategia per i flussi migratori*, cit.

<sup>81</sup> Cfr. MORETTI, *Addressing the Complexity of Regional Migration Regimes through a Mixed Migration Approach*, paper presentato all' "Asylum & Migration Symposium", Università di Ginevra, 10–11 ottobre 2016, il quale sostiene che un approccio di *mixed migration* possa semplificare la *governance* del fenomeno, concentrandosi sul coordinamento multilivello operativo e responsabile delle autorità nazionali.

<sup>82</sup> Cfr. CARLING, GALLAGHER, HORWOOD, *Beyond Definitions: Global Migration and the Smuggling-Trafficking Nexus*, Regional Mixed Migration Secretariat, 2015, ove si chiarisce come l'approccio tradizionale non colga la complessità delle *mixed migrations*, donde la critica all'approccio securitario "di guerra" ai trafficanti, evidenziandone costi crescenti e scarsa efficacia rispetto alle dinamiche demografiche, con ricadute negative su diritti e *asylum space*. Si veda anche COTTIER, SIEBER-GASSER, *Labour Migration, Trade and Investment: From Fragmentation to Coherence*, in The Palgrave Handbook of International Labour Migration, Palgrave Macmillan, 2015, ove gli Autori propongono un'architettura più coerente tra commercio, investimenti e migrazione, colmando la frammentazione normativa multilivello e valorizzando la coordinazione interistituzionale.

identifica oggi uno dei principali strumenti attraverso i quali le dinamiche demografiche possono essere articolate in sede disciplinare. Ciò in quanto le norme che regolano le materie tipicamente proprie di tale branca giuridica, essendo divenute anche dispositivi geopolitici, concorrono in maniera esaustiva nella definizione della fenomenologia in esame.

Del resto, per valutare la riconducibilità dei flussi migratori al diritto dell'economia basti pensare alla loro incidenza sulla dimensione di alcune realtà economico giuridiche: ci si riferisce al mercato del lavoro, alla domanda di beni pubblici, alla mobilità internazionale dei fattori produttivi; si comprende che i fenomeni migratori influenzano la composizione dell'offerta di lavoro e la competitività dei sistemi economici, per cui necessitano di regolamentazioni che attuino un bilanciamento tra esigenze di efficienza ed inclusione. A ciò si aggiunga, poi, che gli investimenti pubblici e privati in integrazione, formazione e infrastrutture, allorché sono disposti nei confronti degli immigrati, devono conformarsi a logiche equitative e solidaristiche.

In ambito europeo, la *governance* dei flussi migratori pone specifiche questioni in tema di responsabilità degli Stati membri, configurando il fenomeno in parola un tema chiave del diritto dell'economia europea.<sup>83</sup> Tale questione è legata, in larga parte, all'insufficienza – o inadeguatezza – delle regole europee sulla redistribuzione. A partire dai limiti che connotano il *Regolamento di Dublino*, di cui si dirà in seguito, all'assenza di un sistema vincolante di redistribuzione - legato a tentativi di riforme non vincolanti (che hanno lasciato gli Stati liberi di aderire o meno

---

<sup>83</sup> Utile richiamare C. Siccardi, “*The Right Not to Stay*” nella prospettiva del diritto costituzionale, in *Notizie di Politeia*, 2024, n. 154, pp. 177-181, che offre una chiave di lettura del fenomeno migratorio non come movimento unidirezionale, ma come processo complesso in cui assumono rilievo anche i diritti connessi al soggiorno temporaneo e al rientro programmato nel Paese di origine. Tale prospettiva, fondata su parametri costituzionali (Cost., artt. 3, 10, 13, 16 e 35; C. Cost. 31 luglio 2020, n. 186), consente di inquadrare criticamente la governance europea delle migrazioni e di interpretare le difficoltà legate all'assenza di un sistema vincolante di redistribuzione dei richiedenti asilo e alle frizioni tra Stati membri, specialmente alla luce dei limiti strutturali del Regolamento di Dublino e dei falliti tentativi di riforma.

ad esse, con conseguenti squilibri e frizioni interne all’UE) - e alle diverse modalità di approccio politico e culturale all’immigrazione (tra Paesi dell’Est, del Nord e del Sud Europa), si individuano una molteplicità di cause che hanno impedito l’adozione di regole comuni, rendendo difficile una gestione unitaria del fenomeno.<sup>84</sup>

Ad un’attenta riflessione non sfugge, tuttavia, che la causa principale del nominato squilibrio relazionale tra Stati membri è l’assenza di una volontà politica condivisa; ad essa consegue la mancata affermazione di una *governance* efficiente che ha indotto alcuni Stati a fare autonomamente ricorso a strumenti di esternalizzazione del problema (come gli accordi particolari con Turchia, Libia e di recente Albania), che hanno solo spostato la questione della responsabilità interna senza risolverla.

Siamo in presenza di una realtà che - come si è detto - riflette la coesistenza di differenti approcci culturali nella gestione dei migranti; essa talora è correlata a credenze religiose ed a modelli comportamentali che connotano talune aree del Sud del pianeta, finendo col contrastare con i valori più comuni delle popolazioni europee. Da qui la particolare avversione di queste ultime nei confronti di individui che provengono da paesi che, per la loro arretratezza presentano livelli di sviluppo economico insufficiente a sostenere i bisogni primari della comunità locali.

Si addiunge, in tal modo, ad una prima valutazione delle difficoltà che i migranti, spesso irregolari, sono costretti ad affrontare in molti Stati europei incuranti della situazione di bisogno che li ha costretti a fuggire dalle loro terre di origine. È evidente come la condotta delle autorità politiche dei luoghi di

---

<sup>84</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Pact on Migration and Asylum (policy page)*, 2020–2024, ove si illustra l’esigenza di un quadro organico con *screening* pre-ingresso, procedura di frontiera accelerata, rafforzamento *Eurodac*, monitoraggio dei diritti e “solidarietà flessibile”; in argomento cfr. FAVILLI, *La solidarietà flessibile e l’inflessibile centralità del sistema Dublino*, in *Diritti umani e diritto internazionale*, 2021, p. 85 e ss.

Sul punto, si veda altresì COMMISSIONE EUROPEA, *Taking stock of EU migration and asylum achievements* (Factsheet), marzo 2024, ISBN 978-92-68-13753-6, doi:10.2792/363616 (CC BY 4.0), ove si conferma l’approccio su due binari: riforma del quadro (procedure rapide asilo/return, solidarietà) e azioni operative mirate a supporto degli Stati membri.

destinazione possa apparire, a giudizio di molti, poco giustificabile presentando una manifesta contrarietà all'accoglienza; atteggiamento che, come si specificherà qui in seguito, si ricollega di frequente ad opzioni decisionali che interpretano i *desiderata* di parte dell'elettorato.<sup>85</sup> A ben considerare, si evidenzia non solo una logica che trascura il rispetto dei diritti umani, bensì anche una mentalità retriva poco disposta a valutare che, in chiave prospettica, gli esiti delle attuali politiche migratorie di molti Stati europei devono essere considerate non conformi alle dinamiche strutturali che caratterizzano le economie mature del continente.<sup>86</sup>

Il rifiuto di adottare misure inclusive nei confronti dei migranti – spesso giustificato in base a esigenze di sicurezza o sostenibilità finanziaria – trascura di considerare che l'insufficienza demografica cronica che affligge numerosi Stati membri dell'UE compromette, nel medio-lungo tempo, la capacità del sistema economico di autorigenerarsi.

Ci si deve chiedere, allora, se la politica possa disattendere le conseguenze di

---

<sup>85</sup> Cfr. HATHAWAY, *The Emerging Politics of Non-Entrée*, in *International Journal of Refugee Law*, 4(4), 1992; GAMMELTOFT - HANSEN, *Access to Asylum. International Refugee Law and the Globalisation of Migration Control*, Cambridge University Press, 2011; ANDERSON, *Us and Them? The Dangerous Politics of Immigration Control*, Oxford University Press, 2013; KRIESI, GRANDE, LACHAT, DOLEZAL, BORNSCHIER, FREY, *West European Politics in the Age of Globalization*, Cambridge University Press, 2008. Tali Autori affrontano le politiche europee di non-entrée e di esternalizzazione del controllo, indicando che in tal modo i governi mirano a evitare obblighi d'asilo pur restando nel regime convenzionale.

<sup>86</sup> Le considerazioni formulate nel testo si collocano nel solco della giurisprudenza costituzionale secondo cui il rispetto dei diritti fondamentali dei migranti, anche irregolari, costituisce limite invalicabile all'azione del legislatore e dell'amministrazione. Emblematica, in tal senso, è la pronuncia della Corte costituzionale 31 luglio 2020, n. 186, che ha dichiarato l'illegittimità del divieto di iscrizione anagrafica dei richiedenti asilo, rilevando come esso producesse una disparità di trattamento irragionevole e ostacolasse l'accesso ai servizi essenziali, incidendo sul diritto all'integrazione e sulla dignità della persona (artt. 2 e 3 Cost.).

Tali principi assumono rilevanza sistematica anche in chiave europea: il diritto dell'Unione, attraverso la Carta dei diritti fondamentali (artt. 1, 18, 21) e la CEDU (artt. 3, 8), impone agli Stati membri di garantire condizioni di accoglienza adeguate, anche in situazioni di pressione migratoria, e di evitare politiche che, pur espressione di consenso elettorale, compromettano il nucleo essenziale dei diritti umani. Ne discende che la logica meramente securitaria, pur legittima se finalizzata al controllo dei flussi, non può prevalere su esigenze di tutela minima della persona, pena la violazione dei principi di proporzionalità e ragionevolezza che permeano il diritto dell'economia europea e le sue finalità di coesione sociale e sviluppo sostenibile.

un sistematico disallineamento dell’azione posta in essere dal complesso delle regole giuridiche che governano i processi produttivi, distributivi e allocativi in funzione dell’interesse generale.<sup>87</sup> In particolare, sorgono seri dubbi in ordine alla efficienza di un’attività governativa che non valuta adeguatamente il fatto che la denatalità strutturale e l’invecchiamento progressivo della popolazione incidono negativamente sulla composizione della forza lavoro, sulla sostenibilità dei sistemi previdenziali e, più in generale, sulla tenuta del ‘contratto sociale’ sul quale si fonda l’economia di mercato a vocazione universalistica.

7. A livello europeo, una conferma della opportunità di procedere a forme di integrazione della popolazione col ricorso ai flussi migratori viene dalla realtà di alcuni paesi europei, come la Svezia, che pur non essendo affetti da denatalità, registrano benefici effetti da politiche di accettazione dei flussi di immigrazione.<sup>88</sup> Naturalmente, non può trascurarsi di considerare che si versa in presenza di situazioni particolari, le cui radici storiche e le attuali condizioni economiche - seppur assimilabili a quelle di altri Paesi europei - facilitano un’apertura all’accoglienza che

---

<sup>87</sup> Cfr. PAUL, *The Comparative Politics of Migration Governance in Europe*, in ANGHEL, JONES (a cura di), *Developments in European Politics III*, Bloomsbury, London, 2022, pp. 137–150, per una sintesi comparativa delle condizioni che orientano l’apertura (o la sua alternativa restrittiva) rispetto alle politiche migratorie.

Sia consentito un classico richiamo agli studi in materia di allineamento tra fini della politica e punti di efficienza, v. MAJONE, *From the Positive to the Regulatory State: Causes and Consequences of Changes in the Mode of Governance*, in *Journal of Public Policy*, 17(2), 1997, 139–167; ID., *The Regulatory State and its Legitimacy Problems*, IHS Working Paper, 1998, sul rischio di scollamento tra regolazione delegata, credibilità e interesse generale; OECD, *Policy Coherence for Sustainable Development*, 2019, e *Driving Policy Coherence for Sustainable Development*, 2023 - sull’esigenza di coerenza intersetoriale per evitare effetti controfinalistici; HALL, D. W., *Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy*, MPIfG Discussion Paper 04/5, 2004, sulle complementarità istituzionali e i danni del disallineamento regolatorio.

<sup>88</sup> Cfr. ANDERSSON, WADENSJÖ, *Labor Migrants from Non-EEA Countries Moving from Sweden*, IZA Discussion Paper n. 17765, 2025 (ult. rev. 7 maggio 2025), in quanto tale studio, pur segnalando l’apporto dell’immigrazione al riequilibrio della popolazione in età attiva, mostra una selettività della permanenza (maggiore propensione a lasciare la Svezia tra i più istruiti e con redditi più alti), con implicazioni per politiche di integrazione e di *retention* dei talenti. Si veda, altresì, ECO, *Migrazioni e intolleranza*, Milano, 2019.

non appare in linea con il *modus agendi* del ‘vecchio continente’.

Il legislatore UE, comunque, sembra essersi reso conto di tale realtà squilibrata ed è intervenuto con numerosi provvedimenti normativi che hanno regolato l'accoglienza e la protezione dei migranti, inclusi quelli in situazione irregolare. Nello specifico si ricordano le disposizioni contenute nella *Convenzione di Dublino* (Regolamento UE n. 604 del 2013) nelle quali sono stabiliti i criteri ed i meccanismi utilizzabili per determinare quale Stato membro dell'Unione Europea sia responsabile dell'esame di una domanda di protezione internazionale.<sup>89</sup> Tale Convenzione impone che il Paese di primo ingresso debba assumersi la responsabilità del migrante, previsione che ha generato pressioni sproporzionate sugli Stati di frontiera (Italia, Grecia, Spagna), senza introdurre al contempo un meccanismo automatico di solidarietà o redistribuzione equa.

Non viene qui introdotto il principio di ‘non respingimento’, ma si presuppone che venga rispettato e applicato. Ciò ha comportato che l'applicazione di tale criterio ordinatore ha dato luogo a casi controversi quando lo Stato membro responsabile non fornisce condizioni adeguate di accoglienza e dispone trasferimenti dei richiedenti in Stati nei quali questi ultimi sono a rischio di persecuzione o maltrattamenti, con evidente violazione degli obblighi internazionali.<sup>90</sup>

Del pari, affrontano la problematica in esame alcune disposizioni della Carta

---

<sup>89</sup> Il Capo III di tale regolamento prevede i criteri per determinare lo Stato membro competente, in base a legami familiari, al possesso di un titolo di soggiorno o visto, e in ultima istanza allo Stato di primo ingresso nell'UE, che è il caso più frequente per chi arriva via mare. Al riguardo, si veda BAULOUZ, *La compatibilité d'une double procédure d'asile avec le droit de l'Union européenne: commentaire de l'arrêt H.N. de la Cour de justice de l'Union européenne*, in *Asyl*, 3/14, 2014, pp. 31–32, per un'analisi critica del rinvio pregiudiziale e sulla compatibilità del doppio binario irlandese (*status di rifugiato/subsidiaria*).

<sup>90</sup> Sul punto, cfr. PINTO DE ALBUQUERQUE, ‘*Figli di un dio minore*’: migranti e rifugiati nel quadro della Convenzione europea dei diritti dell'uomo, in *Diritti umani e diritto internazionale*, 2/2021, 25 ss.; FERRI, «*Nel nome della fiducia reciproca!*». La Corte di giustizia si pronuncia sul rischio di «*refoulement*» indiretto nei trasferimenti Dublino: l'unica (e sempre più restrittiva) eccezione delle carenze sistemiche e le (limitate) prerogative del giudice nazionale, in *Eurojus*, 1, 2024, pp. 40–80.

dei Diritti Fondamentali dell’Unione Europea, la cd. Carta di Nizza, pienamente vincolante per le istituzioni europee e gli Stati membri. Nello specifico, vengono in considerazione soprattutto alcuni articoli nei quali si sancisce il ‘diritto di ogni persona al rispetto della propria dignità’ (art. 1), il ‘divieto di tortura e trattamenti inumani o degradanti’ e il ‘diritto d’asilo’ (art. 18) garantito nel rispetto delle norme stabilite dalla convenzione di Ginevra del 28 luglio 1951 e dal protocollo del 31 gennaio 1967, relativi allo *status* dei rifugiati.

È evidente che siamo in presenza di un complesso normativo che presenta la particolare valenza di dare indicazioni di carattere generale, rendendo inequivoci i principi che regolano l’accoglienza in Europa; conseguentemente ogni forma di ingiustificato rifiuto all’accesso nei paesi di prima destinazione dei migranti può essere interpretato come violazione dei criteri sopra richiamati, anche in considerazione del fatto che l’ingresso irregolare non legittima un trattamento che possa compromettere i diritti umani fondamentali.<sup>91</sup> La regolazione europea prevede anche altri provvedimenti normativi nei quali viene riconfermato il criterio secondo cui la mancata accoglienza viola il diritto d’asilo. Significativi, al riguardo, sono: a) la direttiva 2013/32/UE sul ‘procedimento di asilo’ che include espressamente tra i diritti dei richiedenti asilo la possibilità di non essere respinti in paesi in cui la loro vita o la loro libertà siano minacciate; b) il regolamento UE n. 1030 del 2002 sulla creazione di un ‘permesso di soggiorno uniforme’, nel quale si ribadisce che l’ingresso in un altro Stato membro per motivi umanitari è oggetto di una adeguata protezione.<sup>92</sup>

---

<sup>91</sup> Cfr. CAGGIANO, *Alla ricerca di un nuovo equilibrio istituzionale per la gestione degli esodi di massa: dinamiche intergovernative, condivisione delle responsabilità fra gli Stati membri e tutela dei diritti degli individui*, in *Studi sull’integrazione europea*, 2015, p. 459 e ss.

<sup>92</sup> Sul punto, v. KOKOTT, *La Corte di Giustizia dell’Unione europea come motore dell’integrazione*, in *Il Diritto dell’Unione Europea*, 3/2024, pp. 427 ss., opera nella quale sottolinea come la giurisprudenza della Corte, specie in materia di Stato di diritto e diritti fondamentali, abbia rafforzato il principio di non regressione e consolidato il ruolo dell’Unione quale garante di valori costituzionali comuni. Ciò suggerisce, in definitiva, che la disciplina europea in materia di asilo e protezione umanitaria – dalla direttiva 2013/32/UE al regolamento n. 1030/2002 – possa essere letta quale

In tale contesto appare, altresì, meritevole di segnalazione il divieto sancito dall'art. 3 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU) che vieta la tortura e i trattamenti inumani o degradanti. Tale divieto è stato ritenuto, infatti, applicabile anche ai casi di espulsioni forzate di migranti, per cui un rifiuto ingiustificato di accoglienza potrebbe comportare rischi di violazione di questo articolo, soprattutto se comporta il rimpatrio verso paesi dove i migranti rischiano persecuzioni o trattamenti inumani.<sup>93</sup>

Si è dianzi fatto cenno alla regolazione contenuta nella Convenzione di Ginevra del 1951 è bene qui ribadire che essa, nel contesto della statuizione internazionale *in subiecta materia*, assume particolare rilievo perché associa il principio di non respingimento dei migranti irregolari alla apposita configurazione dello 'status dei rifugiati' che vieta agli Stati di espellere o respingere i rifugiati verso territori per essi insicuri per motivazioni variegate (razza, religione, nazionalità, appartenenza a gruppi sociali particolari, ecc.); principio applicabile anche ai migranti irregolari che potrebbero essere esposti a gravi rischi in caso di rifiuto. Orienta in tal senso il Protocollo addizionale alla Convenzione di Ginevra del 1967 che ha ampliato il concetto di 'rifugiato', estendendo la protezione per questi prevista a chiunque sia in pericolo di persecuzione.<sup>94</sup>

Da ultimo, a nostro avviso, denota una stretta correlazione alla finalità di protezione delle persone che sono fuori dai confini del proprio paese il disposto

---

espressione di un sistema integrato volto a impedire che la mancata accoglienza si traduca in una violazione del diritto d'asilo.

<sup>93</sup> Cfr. tra le altre Corte di Strasburgo *Hirsy Jamaa and Others v. Italy*, 2012, ricorso n. 27765/09; *Khlaifia and Others v. Italy*, 2016, ricorso n. 16483/12.

<sup>94</sup> Sul principio di non respingimento, sancito dall'art. 33 della Convenzione di Ginevra del 28 luglio 1951 e successivamente esteso dal Protocollo addizionale del 1967, v. COLACINO, *La Corte di giustizia UE afferma l'irrevocabilità della qualità di rifugiato e il carattere assoluto del divieto di respingimento. Quali indicazioni per il giudice nazionale?*, in *Freedom, Security & Justice: European Legal Studies*, 3/2019, p. 83 e ss., che, muovendo dalla sentenza della CGUE del 14 maggio 2019, riconduce il divieto di *refoulement* alla natura di diritto soggettivo perfetto e inalienabile del rifugiato, destinato a vincolare non solo gli Stati ma anche i giudici nazionali nell'interpretazione della disciplina interna.

dell'art. 13 del Patto Internazionale sui Diritti Civili e Politici (ICCPR) nel quale si statuisce che “uno straniero che si trovi legalmente nel territorio di uno Stato Parte del Patto non può esserne espulso se non in base a una decisione presa in conformità della legge”. Appare indubbio, infatti, che tale norma sottintende il diritto di ogni persona a non essere espulsa da uno Stato se questa espulsione non rispetta le garanzie procedurali previste dal diritto internazionale.

Una significativa giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione Europea ribadisce il rispetto della normativa internazionale in materia di asilo e protezione dei migranti. I principi posti a fondamento di tali decisioni evidenziano il convincimento della Corte che anche la persona entrata “illegalmente” non è priva del diritto di fare domanda di protezione internazionale.<sup>95</sup> L'irregolarità non può essere motivo di espulsione senza esame individuale ed anche in situazioni di emergenza gli Stati membri non possono sospendere arbitrariamente i diritti fondamentali dell'UE, come quello di accesso alla protezione internazionale.<sup>96</sup>

A ciò si aggiunga che la designazione di “paesi terzi sicuri” o “paesi di origine sicuri” deve rispettare criteri oggettivi, trasparenti, ed essere soggetta a revisione giudiziaria. Se ne deduce che la Corte ritiene che una mera designazione legislativa non sia sufficiente a garantire la salvaguardia dei migranti se non è adeguatamente

---

<sup>95</sup> Per una rassegna della giurisprudenza, si veda FERNÁNDEZ SANCHEZ, *Immigrazione irregolare e diritti umani: la prospettiva della Corte EDU e della Corte UE*, in *Freedom, Security & Justice: European Legal Studies*, 1/2020, p. 52 e ss., che evidenzia come tanto la Corte europea dei diritti dell'uomo quanto la Corte di giustizia dell'Unione europea abbiano chiarito l'impossibilità di privare lo straniero irregolare del diritto di chiedere protezione internazionale. È ormai generalizzato l'orientamento giurisprudenziale europeo secondo cui la violazione di leggi al momento dell'ingresso in un Paese non può di per sé giustificare l'espulsione automatica, imponendo agli Stati membri un esame individuale delle domande, in ossequio agli obblighi internazionali e al rispetto dei diritti fondamentali dell'Unione.

<sup>96</sup> Sul punto, v. MASERA, *La “crimmigration” del Governo Meloni e la fuga dalla giurisdizione*, in *Diritto penale e processo*, 11/2024, p. 1403 e ss., che denuncia il rischio di una compressione arbitraria dei diritti fondamentali dei migranti irregolari, mediante accordi di esternalizzazione delle procedure e misure interne di contenimento, con conseguente riduzione delle garanzie giurisdizionali. L'autore richiama l'attenzione sul fatto che neppure in situazioni di emergenza gli Stati membri possono sottrarsi all'obbligo di assicurare un esame individuale e di garantire l'accesso effettivo alla protezione internazionale, secondo i principi del diritto dell'Unione.

garantita la possibilità di fare ricorso, facendo sottoporre ad adeguato vaglio la domanda di protezione; donde l'obbligo di non rimandarli in paesi nei quali essi rischiano di subire trattamenti disumani ovvero dove non sia loro impedito di fruire di un sistema efficace di protezione.<sup>97</sup>

Sulla base di quanto precede è possibile formulare alcune riflessioni conclusive. La regolazione europea - da tempo soggetta a critiche che hanno rappresentato l'esigenza di procedere ad un processo di profonda revisione gli orientamenti decisionali dell'Unione - mostra, per converso, di aver conseguito significativi traguardi nella materia che qui ci occupa; si evidenzia, infatti, una tendenza delle sue istituzioni di vertice volta a promuovere una regolazione preordinata al rispetto della 'dignità umana', in linea con l'elevato livello di cultura giuridica e di educazione civica che qualifica la gran parte degli Stati membri dell'UE.

Ad esso, purtroppo, non fa riscontro in alcuni paesi un'analogia propensione all'accoglienza; donde - come si avrà modo di sottolineare in seguito - l'adozione di una linea comportamentale che, in primo luogo, fa sorgere dubbi sulla volontà di conformarsi agli orientamenti decisionali europei sottesi ai provvedimenti normativi dianzi richiamati. Più esattamente, in presenza di tali eventi, diviene difficile per l'osservatore comprendere le ragioni di un atteggiamento siffatto, per taluni versi contrario alle indicazioni della 'dottrina sociale della Chiesa cattolica', che la politica in alcuni stati sembra voler far propri invocando l'assioma "Dio, patria e famiglia".

---

<sup>97</sup> Recenti studi passano in rassegna la giurisprudenza in materia, come evidenzia FRIGO, *I Paesi sicuri alla prova del diritto internazionale*, in *Questione Giustizia*, 1/2020, p. 155 e ss., secondo cui i giudici sono ormai concordi nel ritenere che la mera designazione legislativa di uno Stato come "Paese sicuro" non è sufficiente a garantire il rispetto del principio di *non-refoulement*, in mancanza di adeguati strumenti di ricorso giurisdizionale.

In giurisprudenza, v. sent. CEDU sez. I 26 giugno 2019 con note di PITEA, *La Corte EDU compie un piccolo passo in avanti sui Paesi terzi "sicuri" e un preoccupante salto all'indietro sulla detenzione di migranti al confine. A margine della sentenza della Grande Camera sul caso "Ilias e Ahmed c. Ungheria"*, in *Diritto, immigrazione e cittadinanza*, 3/2020, pp. 193 ss. (sull'obbligo per le autorità nazionali di una valutazione concreta e individuale delle condizioni dei Paesi terzi designati come "sicuri") e di FAZZINI, *Il caso "S.S. and Others v. Italy" nel quadro dell'esternalizzazione delle frontiere in Libia*, in *Diritto, immigrazione e cittadinanza*, 2/2020, p. 87 e ss., (sui rischi di elusione degli obblighi convenzionali attraverso accordi con Stati non sicuri).

Sotto altro profilo, deve farsi presente che l'adozione di una politica migratoria restrittiva - quale emerge dal contesto dianzi delineato, che guarda con sostanziale avversione i migranti che giungono in Europa (al termine di un 'viaggio della speranza' molto pericoloso) - finisce per agire in contrasto con le esigenze del sistema economico, ove si consideri come in precedenza si è sottolineato, che il rifiuto di riconoscere la dimensione strutturale del fenomeno migratorio e la sua potenziale funzione equilibratrice può produrre gravi effetti distorsivi. A nostro avviso, di fronte a tale realtà bisogna prendere atto che necessita introdurre innovativi meccanismi giuridici di integrazione e regolarizzazione del fenomeno in parola affinché producano benefici effetti sia sul piano dell'efficienza economica (interagendo sulla carenza di manodopera in settori strategici), sia su quello dell'equità (e della tenuta concorrenziale del mercato), evitando che proliferino sacche di lavoro informale, sfruttamento e marginalizzazione sociale.

Anche in tale contesto è di ausilio il diritto dell'economia; esso, infatti, è in grado di promuovere una rilettura delle politiche migratorie in chiave funzionale. Diviene possibile, per tal via, ricomporre le esigenze di ordine pubblico (che spesso inducono le autorità governative ad assumere posizioni intransigenti) con quelle – non meno cogenti – di sostenibilità economico-demografica. Tale rilettura dovrebbe consentire la individuazione di nuovi schemi ordinatori che favoriscano (attraverso la predisposizione di adeguati strumenti normativi) l'inclusione dei migranti nei circuiti produttivi e nei sistemi di protezione sociale, costruendo idonee occasioni di partecipazione attiva dei medesimi ai processi di sviluppo economico.

Siamo consapevoli delle difficoltà connesse alla realizzazione di una proposta che modifica una consolidata posizione delle autorità politiche di molti paesi UE; riteniamo, tuttavia, che un utile dialogo - tra diritto dell'economia e realtà politica di riferimento - consenta di comprendere le nuove traiettorie da seguire, prevedibilmente attraverso percorsi di regolarizzazione giuridicamente certi ed

economicamente razionali. Solo così sarà possibile affrontare in modo sistematico l'importante sfida posta dal mutamento demografico, senza cadere nella contraddizione – sempre più evidente – tra la chiusura delle istituzioni all'accoglienza delle migrazioni irregolari e il fabbisogno strutturale di nuova popolazione attiva. Ciò, con la volontà di perseguire un compiuto equilibrio tra libertà individuali ed esigenze economiche.

8. Da quanto precede si evince che tra le questioni più complesse che oggi il diritto dell'economia è chiamato ad affrontare ricopre un ruolo di primario rilievo *l'accoglienza migratoria*, locuzione che ha riguardo alle modalità con cui viene interpretato dagli Stati l'onere/dovere di far fronte ai flussi migratori, che spesso sono recepiti alla stregua di una 'invasione' destinata, tra l'altro, a turbare gli equilibri occupazionali dei paesi di destinazione.<sup>98</sup>

Conseguentemente, il migrante irregolare, che - al termine di un lungo viaggio nel quale ha dovuto affrontare pericoli di vario genere, rischiando spesso la morte - arriva in una Europa che presto delude le sue aspettative, mostrandosi poco ospitale e assumendo nei suoi confronti un atteggiamento che, a tacer d'altro, possiamo definire punitivo.

Da qui la specificità ascrivibile a tale forma di accoglienza che, a ben considerare, si colloca al crocevia tra etica pubblica, sostenibilità economica, vincoli normativi e tensioni culturali. In essa convergono, infatti, le esigenze personali dei migranti, per solito emarginati sociali ed economici, che si scontrano con gli individualismi e gli egoismi di coloro che (spesso con fatica e sacrifici) hanno

---

<sup>98</sup> Sul tema, v. FERZETTI, LANNUTTI, *La prevenzione delle forme di ostilità e di radicalismo. Politiche migratorie e percorsi di inclusione giovanile in Europa e in Italia negli ultimi vent'anni*, in *Rivista trimestrale di scienza dell'amministrazione*, 4/2021, p. 9 e ss., i quali, con approccio socio-giuridico, analizzano le politiche europee e nazionali di integrazione, sottolineandone la funzione non solo di gestione dei flussi migratori, ma anche di prevenzione delle ostilità e dei fenomeni di radicalizzazione.

raggiungo elevati livelli di benessere e non sono disposti a condividerli con altri.

È evidente come in siffatta realtà si individui una forte connessione tra etica ed economia, proponendo una tematica la cui soluzione appare strumentale all'affermazione della libertà dell'uomo e dei valori cristiani.<sup>99</sup> Ci si riferisce alla configurabilità della singolare sfida, giuridica e valoriale, cui le dinamiche demografiche danno vita *in subiecta materia*, a fondamento della quale si pone il difficile obiettivo di riuscire a conciliare le esigenze di dignità della persona umana, solidarietà, giustizia sociale con le posizioni (spesso rigide) delle autorità politiche nazionali nella tutela di consolidate situazioni di benessere (che si ritengono sottoposte a minaccia), talora identificate con la ‘salvaguardia dei confini dello Stato’.<sup>100</sup>

In questo scenario, le politiche di accoglienza assumono contorni controversi. Per un verso, le indicazioni della Dottrina sociale della Chiesa richiamano con forza il dovere di accogliere lo straniero, riconoscendogli una dignità inviolabile e un diritto a condizioni di vita umane e sicure.<sup>101</sup> Per altro verso, le scelte degli organi governativi di numerosi Stati che si muovono per solito in direzione opposta, per variegate

---

<sup>99</sup> Vengono in considerazione le considerazioni di TOMASI, *Non sono numeri, sono persone. Le migrazioni: la sfida del confronto*, in *Iustitia*, 1/2017, p. 21 e ss., relazione presentata al Convegno “*Lo spazio dell’altro*”, Gazzada, 4-6 ottobre 2016, ove l’autore – muovendo da una prospettiva cristiana – sottolinea la necessità di leggere il fenomeno migratorio non in termini meramente statistici, ma come questione che interpella la coscienza etica delle comunità e la costruzione della “casa comune”. L’approccio teologico-pastorale proposto rivela come i valori cristiani, intesi quali strumenti di convivenza e solidarietà, siano inscindibilmente legati agli assetti economici e sociali.

<sup>100</sup> Sul punto, basti richiamare le più recenti prese di posizione di Matteo Salvini, per il quale la “*salvaguardia dei confini*” coincide con la difesa di un modello identitario e di benessere nazionale ribadito di recente a Pontida, il 21 settembre 2025; v. ANSA del 21/09/2025: “*Salvini chiude Pontida: ‘Mai gli italiani in guerra’*” articolo nel quale è riportato che Salvini “da Pontida urla il suo no alla guerra e allo straniero che non si integra”. Perciò “l’obiettivo è tornare a blindare i confini italiani” in nome della difesa dell’Occidente.

<sup>101</sup> Cfr. CODINI, *Governo dell’immigrazione*, in *Dizionario di dottrina sociale della Chiesa*, fasc. 4 del 2021 (ottobre-dicembre), ove si ricostruisce l’impianto della Dottrina sociale secondo cui allo straniero va riconosciuta una dignità inviolabile e un diritto umano a migrare, fondato sull’appartenenza comune dei beni della terra; diritto da esercitarsi in un bilanciamento orientato al bene comune dell’intera famiglia umana, che impone politiche di accoglienza ordinate e inclusive, non riducibili alla mera logica difensiva degli Stati.

ragioni, da valutare in un contesto non solamente politico, ma che tenga insieme fattori economici, giuridici e culturali, ad alcuni dei quali si è fatto riferimento nelle pagine che precedono (ad esempio: la concorrenza sul mercato del lavoro e le motivazioni culturali ed identitarie); donde l'inasprimento dei controlli, la limitazione degli accessi e, in particolare, il ricorso ad altri strumenti come gli accordi bilaterali con paesi terzi, dianzi menzionati, affinché trattengano presso di essi i flussi di emigranti.

In tale contesto è necessario interrogarsi se sia configurabile una accettabile soluzione della problematica in parola, nella quale sono riconosciuti adeguati spazi sia alla prospettiva giuridico-economica, sia a quella etico-valoriale. Una compiuta riflessione in argomento impone di abbandonare ogni approccio ideologico e di guardare invece alla complessità del fenomeno migratorio come a una realtà da governare con razionalità giuridica, prudenza politica e consapevolezza etica.

Sul piano logico sistematico a monte di ogni riflessione si colloca la considerazione che non è possibile procedere a chiusure indiscriminate dei flussi migratori ovvero ad accoglienze illimitate. Sicché, deve ritenersi irrealistica ogni analisi che prefiguri di conseguire uno di tali obiettivi, laddove il ricorso alla ragionevolezza suggerisce la ricerca di una soluzione sostenibile che può essere conseguita solo adottando una via mediana; la quale deve essere, da un lato, conforme all'esigenza di tutelare la persona nei suoi valori esistenziali, tra i quali *in primis* la "promozione sociale della persona diritto, come il diritto di non discriminazione"<sup>102</sup> e coerente, dall'altro, con il principio di sovranità statale e i vincoli derivanti dal diritto internazionale (in particolare in materia di diritti umani e protezione dei rifugiati), ipotesi realizzabile attraverso l'adozione di politiche integrate, fondate su legalità, solidarietà e realismo economico.

Da qui l'esigenza di aver riguardo, in primo luogo, ai principi generali della

---

<sup>102</sup> Così BIANCA M., *Giovanni Paolo II e il diritto all'accoglienza*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II e le vie della Giustizia*, a cura di Loiodice e Vari, Roma, 2003, p. 516.

Dottrina sociale della Chiesa sulle migrazioni, che sono formulati in importanti documenti al centro dei quali v’è la affermazione che sancisce la inviolabilità della *dignità* dell’uomo e, dunque, anche del migrante qualunque sia la sua qualifica (rifugiato, profugo, migrante economico o irregolare).<sup>103</sup>

Vengono, quindi, in considerazione tra le numerose, importanti posizioni assunte dalla Chiesa: a) la Costituzione Apostolica sulla ‘Cura Spirituale degli emigranti’ *Exul Familia*, promulgata da Pio XII nell’agosto 1952, nella quale si puntualizza che in mancanza di condizioni dignitose deve essere riconosciuto il diritto della persona a migrare per cercare altrove una vita migliore; b) la Costituzione Pastorale *Gaudium et spes*, costituzione pastorale, promulgata da Papa Paolo VI nel dicembre 1965, nella quale si afferma il concetto di fratellanza umana universale, cui si legano i sentimenti di solidarietà e sussidiarietà e, dunque, gli obblighi morali di accoglienza e di sostegno per accettare i migranti in modo sostenibile; c) le encicliche di Papa Giovanni Paolo II dedicate ai temi sociali *Laborem exercens* (1981), *Sollicitudo rei socialis* (1987), *Centesimus annus* (1991), nelle quali si afferma il diritto al lavoro e la centralità dell’uomo nell’economia, donde la configurabilità, sul piano migratorio, di una relazione tra lavoro, mobilità e giustizia economica globale, che hanno indotto a definire “*Giovanni Paolo II il Papa dell’accoglienza*”.<sup>104</sup>

La dottrina sociale della Chiesa, pur non entrando nel merito tecnico giuridico della regolazione favorevole all’accoglienza, indica i principi fondanti affinché essa possa raccordarsi al modello di sviluppo di una economia sociale di mercato (qual è

---

<sup>103</sup> Cfr. *Compendio della Dottrina sociale della Chiesa*, n. 297, elaborato, secondo l’incarico di Papa Giovanni Paolo II, per esporre in maniera sintetica, ma esauriente, l’insegnamento sociale della Chiesa, Roma, 2005, ove si legge «Ogni migrante è una persona umana, che in quanto tale possiede diritti fondamentali inalienabili», donde diritto a migrare e a essere accolti in condizioni dignitose e la raccomandazione agli Stati ad adottare politiche migratorie giuste e inclusive ed a promuovere l’integrazione.

<sup>104</sup> Così si intitola un lavoro di CORASANITI pubblicato in AA.VV., *Giovanni Paolo II e il diritto all’accoglienza*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II e le vie della Giustizia*, cit., 521 ss., nel quale si richiama l’impegno del pontefice per “l’accoglienza e assistenza agli esuli, profughi, immigrati in genere, cogliendo con occhio vigile problemi, drammi, prospettive di altissimo valore umano”.

quella prefigurata ai sensi dell'art. 3, par. 3, TUE) orientata al bene comune. Significativo, al riguardo, è il richiamo di Papa Francesco al passo del Vangelo nel quale Gesù dice: «Ero straniero e mi avete accolto»,<sup>105</sup> parole che segnano un forte appello all'accoglienza, protezione, promozione e integrazione dei migranti. La Chiesa invoca il diritto umano alla migrazione nella consapevolezza che il divario economico globale è la causa strutturale dei flussi migratori e ravvisa nella solidarietà il presupposto di un accesso che avvenga evitando lo sfruttamento e promuovendo la dignità del lavoro.<sup>106</sup>

È questo un messaggio di pace che fa riferimento ai valori della *morale sociale* che la Costituzione di alcuni Stati membri dell'UE, come l'Italia, impone di rispettare nell'esercizio dell'attività imprenditoriale;<sup>107</sup> esso coinvolge non soltanto le autorità politiche ma anche tutti coloro che sono "chiamati personalmente a rispondere alla sfida per lo sviluppo".<sup>108</sup>

L'elezione di Papa Leone XIV fa prevedere un rinnovato impulso da parte della Chiesa nella interpretazione dei drammatici problemi che affliggono l'umanità; orienta in tal senso il nome scelto dal Pontefice che si è richiamato a Leone XIII, il quale sul finire del XIX secolo, per primo, affrontò queste tematiche in maniera sistematica e compiuta.

L'auspicabile superamento dei totalitarismi di alcune attuali ideologie e la ricerca di un più equilibrato rapporto fra il Nord e il Sud del mondo, cui Papa Leone XIV sembra voler orientare il suo pontificato, trova autorevole conferma nella 'Omelia' da lui pronunciata in Piazza San Pietro il 5 ottobre 2025 in occasione del 'Giubileo dei migrati'. Sono, infatti, particolarmente significative le parole del Santo

---

<sup>105</sup> Cfr. l'Enciclica di Papa Francesco *Fratelli tutti*, parag. n. 84, del 2020.

<sup>106</sup> Cfr. l'Enciclica di Paolo VI *Populorum Progressio* del 1967.

<sup>107</sup> Cfr. OPPO, *Diritto dell'impresa e morale sociale*, in *Principi e problemi del diritto privato*, VI, Padova, 2000, p. 259 e ss.

<sup>108</sup> Così LENER, *Iniziativa economica e solidarietà in un 'mercato libero'*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II e il diritto all'accoglienza*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II e le vie della Giustizia*, cit., p. 534.

Padre che richiamano la “storia di tanti nostri fratelli migranti, il dramma della loro fuga dalla violenza, la sofferenza che li accompagna, la paura di non farcela, il rischio di pericolose traversate lungo le coste del mare, il loro grido di dolore e di disperazione”. Esse sono un implicito invito ad accogliere i *fratelli* e le *sorelle* “che sperano di avvistare un porto sicuro in cui fermarsi ... che cercano una terra ferma in cui approdare ... (e)... non possono e non devono trovare la freddezza dell’indifferenza o lo stigma della discriminazione!”

La tematica dei flussi migratori - nonostante sia stata affrontata dalla Dottrina sociale della Chiesa in modalità che tengono conto dei problemi sociali, culturali e politici, ad essa sottesi - non è riuscita fino ad oggi a trovare, sul piano delle concretezze, soluzioni in linea con le indicazioni della Chiesa. Si è già fatto riferimento, nell’indagine, ad alcuni fattori economico finanziari (sostenibilità del *welfare state*, concorrenza sul mercato del lavoro, fattori culturali, ecc.) che sono di ostacolo ad una piena apertura all’accoglienza da parte delle autorità politiche nazionali. Ad esse devono aggiungersi altre motivazioni: dai bassi profili professionali dei migranti poco accetti nelle economie altamente specializzate ad una generalizzata tendenza a percepire l’attuale quadro regolatorio dianzi indicato (i.e. *Convenzione di Ginevra*, normativa UE sul diritto d’asilo) come sbilanciato a danno di alcuni Stati, per cui da parte di questi viene invocata la necessità di riformarlo in chiave più restrittiva.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Anche se molte posizioni governative parlano di “riforma” della Convenzione di Ginevra, sul piano delle concretezze spesso si tratta di promuovere re-interpretazioni restrittive o di esternalizzazione delle procedure più che di emendare formalmente il trattato (che richiederebbe un complesso processo multilaterale) e, in Europa, un confronto riguardante la modifica del diritto derivato; sul punto, v. UK Government, *Safety of Rwanda (Asylum and Immigration) Act 2024. Factsheet*, London, 2024, e v. *UNHCR statement on UK Home Secretary’s speech on reform of the Refugee Convention*, 26 settembre 2023 (ove si critica l’affermazione di S. Braverman circa l’inadeguatezza della Convenzione di Ginevra del 1951).

Per l’Unione europea, v. CONSIGLIO DELL’UNIONE EUROPEA, *Migrazione e asilo: Consiglio e Parlamento raggiungono un accordo sul Patto*, 14 maggio 2024, nonché COMMISSIONE EUROPEA, *New Pact on Migration and Asylum – Factsheet*, Bruxelles, 2024. Per un’analisi delle politiche di esternalizzazione promosse dai Governi di Ungheria, Slovacchia e Serbia, v. COUNCIL OF EUROPE COMMISSIONER FOR HUMAN RIGHTS, *Report on the externalisation of migration*

Sotto altro profilo, nei tempi recenti, è divenuto sempre più rilevante l'intento di salvaguardare l'identità nazionale, limitando l'accesso dei flussi migratori percepiti come una minaccia alla coesione culturale e religiosa; di certo, esperienze passate di ghettizzazione urbana, episodi di criminalità e di continua avversione religiosa hanno alimentato diffidenze politiche e sociali.

Si riscontra, quindi, un clima di sostanziale contrarietà alla politica della accoglienza dei migranti, che si accentua con l'ascesa dei populismi di destra; ciò in quanto le forze di governo, che li caratterizzano, pur essendo consapevoli della necessità di dover procedere per esigenze economiche ad un'integrazione demografica, utilizzano la narrativa del rifiuto dei migranti come strumento di propaganda elettorale per guadagnare consenso.

Di fondo, emerge l'intento di non voler accettare una concezione universalistica dei diritti umani, come quella indicata dalla Dottrina sociale della Chiesa, considerata contraria alla centralità della sovranità statale. Tale posizione, d'altronde, può trovare una qualche giustificazione non tanto nella dichiarata necessità di perseguire obiettivi di sicurezza, quanto nella intrinseca difficoltà di rinvenire una equilibrata soluzione ad un problema che, negli ultimi anni, ha assunto inusitate dimensioni, proprio a causa della menzionata crescita della popolazione nelle aree del Sud del pianeta.

Forse, ancora una volta il desiderio di pervenire ad un qualche esito positivo su questa annosa questione è costretto a naufragare in un 'miraggio', che potrà trovare realizzazione solo nei tempi futuri quando l'umanità avrà conseguito un grado di maturità complessiva che le consentirà di dare concretezza al messaggio formulato da Giovanni Paolo II nell'enciclica *Centesimus annus*, emanato per

---

*policies in Europe*, Strasburgo, settembre 2025. Il Governo italiano ha promosso strumenti di esternalizzazione delle procedure (es. Protocollo Italia-Albania, legge di ratifica n. 14/2024), oggi oggetto di contenzioso e scrutini di compatibilità con il diritto UE.

celebrare i cento anni della *Rerum novarum* di Papa Leone XIII.

Ci si riferisce alla definizione data da Giovanni Paolo II alla nozione di *economia* come “settore della multiforme attività umana ... (nel quale), ... come in ogni altro campo, vale il diritto alla libertà, come il dovere di fare un uso responsabile di essa”.<sup>110</sup> Come è stato autorevolmente sottolineato, si ha qui riguardo alla “promozione della persona umana nella sua multiforme capacità di costruire per sé e per gli altri la ricerca del bene comune in cui ... libertà e responsabilità si combinano”;<sup>111</sup> siamo in presenza di una visione dell’*agere economico* nel quale convergono ad unità i fattori indispensabili per un processo di crescita del quale possano beneficiare tutti gli individui senza discriminazioni e disuguaglianze. In presenza di tali considerazioni ci si accorge che, purtroppo, siamo ancora lontani da questo felice momento!

9. Il fenomeno migratorio con destinazione l’Italia ha assunto nel tempo caratteristiche particolari che lo differenziano rispetto alla configurazione che esso assume nei confronti degli altri paesi del ‘vecchio continente’. La posizione geografica peninsulare della medesima al centro del mare mediterraneo le conferiscono, infatti, il ruolo di ‘porta d’Europa’, con la conseguenza che essa è, per solito, scelta come luogo preferenziale per gli approdi dei flussi migratori che provengono dall’Africa. Si individuano i presupposti che consentono di inquadrare il fenomeno in parola come *strutturale*, con una periodicità costante e con variazioni dimensionali che appaiono strettamente legate alle modalità con cui lo Stato italiano riesce, seppur tra numerosi contrasti, a gestirlo.<sup>112</sup>

---

<sup>110</sup> Cfr. Giovanni Paolo II, *Centesimus annus*, par. 32.

<sup>111</sup> Cfr. QUADRI CURZIO, *Conoscenza, lavoro, impresa: l’economia come libertà e responsabilità*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II e il diritto all’accoglienza*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II e le vie della Giustizia*, cit., p. 573.

<sup>112</sup> Sul carattere strutturale del fenomeno migratorio, cfr. ALGOSTINO, *L’immigrazione come dato strutturale e non come emergenza. Brevi note intorno al volume di Michele Colucci, “Storia dell’immigrazione straniera in Italia. Dal 1945 ai nostri giorni”*, in *Diritto, immigrazione e*

La presenza di contraddizioni connota le politiche migratorie, esse derivano dall'incrocio tra orientamenti contrastanti; ci si riferisce, per un verso, al retroterra culturale (cattolico) di stampo universalistico (disposto all'accoglienza), per altro, al progressivo avvicinamento ad un paradigma di chiusura, il quale - come in precedenza abbiamo sottolineato – si è affermato soprattutto a seguito della ascesa al governo dei populismi di destra. Al fine di individuare il fondamento logico di detta disparità di orientamenti è il caso di ricordare che la Chiesa cattolica in Italia svolge un ruolo sociale molto importante, confermato dall'influenza dei principi della Dottrina sociale della Chiesa dianzi evidenziati, laddove il sovranismo di destra fin dalle origini ha fatto della lotta alle migrazioni il suo vessillo.<sup>113</sup>

Ciò posto, il problema della “emergenza migratoria” si è consolidato in Italia attraverso un irrigidimento dell'intervento politico che si è manifestato sia a livello normativo con l'emanazione di decreti di sicurezza ed apposite disposizioni di polizia di frontiera,<sup>114</sup> sia sul piano della prassi amministrativa con un rafforzamento dei controlli e la esternalizzazione delle relative procedure, delegandole a paesi terzi con cui sono stati stipulati accordi o partenariati politico-economici, cui si è fatto cenno in precedenza.

Tale linea strategica trascura di considerare che la questione migratoria è strettamente collegata al tema delle dinamiche demografiche, per cui politiche chiuse e orientate alla deterrenza rischiano di amplificare il declino demografico

---

cittadinanza, 1/2019, p. 14 e ss., elaborato nel quale muovendo dalla vicenda storica dell'immigrazione in Italia si smentisce la lettura in chiave emergenziale del fenomeno, confermando la persistenza di dinamiche ricorrenti di gestione politica e normativa, oscillanti tra esigenze di sicurezza e sfruttamento lavorativo, a discapito di una piena tutela dei diritti.

<sup>113</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Salvini torna al passato: «Basta immigrati, difenderò i confini»*, pubblicato su *il manifesto* del 22 settembre 2025.

<sup>114</sup> Sull'irrigidimento normativo e amministrativo italiano, v. CAVALIERE, *Punire per ottenere “sicurezza”: corsi e ricorsi di un'illusione repressiva e prospettive alternative*, in *La Legislazione penale*, 4/2021; in termini sistematici, cfr. SCICCHITANO, *La disciplina dell'immigrazione in Italia: tra revisione dei Decreti sicurezza ed intervento della Corte costituzionale*, in *dirittifondamentali.it*, 2/2021, p. 350 e ss. Quanto alle prassi di esternalizzazione e al rafforzamento dei controlli di frontiera, v. AMBROSELLI, *Dai decreti sicurezza al decreto immigrazione: spunti sul caso “Sea Watch”*, in *Diritto Pubblico Europeo – Rassegna online*, 1/2021, p. 219 e ss.

italiano, anziché governarlo, e pongono interrogativi sul ruolo del diritto dell'economia come strumento di mediazione tra esigenze di sicurezza, mercato del lavoro e diritti fondamentali. Ciò con la conseguenza che la riduzione dei flussi (anche irregolari) non può essere valutata disgiuntamente dall'invecchiamento demografico e dal fabbisogno di manodopera riscontrabile soprattutto in alcuni settori, quali l'agricoltura, l'assistenza e l'edilizia; diversamente essa è destinata a generare tensioni con l'interesse economico nazionale.

Sulla base di tale considerazione un'autorevole dottrina ha sostenuto che le migrazioni non sono un'emergenza: sono un dato di fatto e, come tale, va affrontata e governata con un atteggiamento realistico.<sup>115</sup> Da qui l'esigenza di ricercare attraverso l'analisi del fenomeno soluzioni praticabili e sostenibili per i numerosi problemi che esso pone: dalla definizione di puntuale politiche di accesso al controllo dei confini, dalla gestione di flussi regolari di immigrazione al contenimento di quelli irregolari, dalla introduzione di opportune norme sulla cittadinanza alla adozione di politiche di integrazione. È un programma che segna una sfida da affrontare nella consapevolezza che gli esiti della stessa incidono sulla tenuta economico sociale del paese. Ad essa fa eco la posizione di altri studiosi che invitano a riflettere, in base a dati obiettivi, su questioni complesse (fra le quali: la risposta all'immigrazione irregolare, il trattamento dei rifugiati, il superamento delle diversità culturali e religiose, il contrasto ai razzismi, ecc.) al fine di consentire forme di apertura e di integrazione dei nuovi arrivati.<sup>116</sup>

La complessità della situazione sopra delineata emerge con chiarezza ove si

---

<sup>115</sup> Cfr. ALLIEVI, *Governare le migrazioni, Si deve, si può*, Bari, 2023, nel quale si sottolinea che il problema della denatalità va affrontato attraverso una sua visione globale, che ci faccia comprendere l'importanza e la necessità di dover procedere a forme di progressiva integrazione.

<sup>116</sup> Cfr. *ex multis* AMBROSINI, CAMPOMORI, *Le politiche migratorie*, Bologna, 2024; FONDAZIONE MIGRANTES, Organismo della Conferenza episcopale italiana, *Rapporto Italiani nel Mondo 2024: l'Italia delle migrazioni plurime che cercano cittadinanza attiva*, nel quale Mons. Perego, presidente della Fondazione, ribadisce con vigore «la politica riconosca e interpreti i cambiamenti in atto nella polis».

abbia riguardo alla «fuga dei cervelli» che priva il nostro paese di giovani promettenti e di un ricambio generazionale equilibrato, nonché alla significativa «fuga di braccia» di molti addetti dell'industria e dell'edilizia che si spingono a cercare lavoro in altri paesi europei.<sup>117</sup> Si comprende, altresì, che nel corso degli ultimi decenni il fenomeno in esame ha subito profondi mutamenti ai quali è stata rivolta “un'attenzione retorica via via crescente, cui ha però corrisposto, in misura spesso inversamente proporzionale, un'attenzione disordinata e priva di visione programmatica” rispetto alle reali esigenze di governo sociale.<sup>118</sup>

Orbene - a fronte dell'esigenza di affrontare il fenomeno migratorio tenendo conto delle trasformazioni normative, politiche e sociali che esso ha avuto nell'ultimo quanto di secolo - nella ricerca di possibili rimedi (per trovare una adeguata soluzione alla problematica in esame) non si è sempre seguito un atteggiamento pragmatico e realistico. Conseguentemente non è stato modificato il paradigma di gestione dei flussi migratori e, come di recente ha sottolineato Stefano Allievi, non sono state date risposte concrete ai numerosi interrogativi che in argomento sono proponibili: dalla ingiustificata limitazione degli immigrati regolari alla predisposizione di forme di ingresso diverse con crescenti quantitativi di posti di lavoro assicurati.<sup>119</sup>

Per converso, come dianzi si è sottolineato, la politica ha utilizzato il problema migratorio, costruendo su di essa una propria identità elettorale, alimentando le paure ed identificando il ‘controllo dei confini’ con la loro chiusura agli accessi

---

<sup>117</sup> Cfr. PUGLIESE, *Quelli che se ne vanno. La nuova emigrazione italiana*, Bologna, 2018, opera nella quale gli autori sgombrano il campo da stereotipi e pregiudizi per trarre i contorni di una realtà composita destinata ad incidere sempre di più su tutti gli aspetti della nostra vita economica e sociale.

<sup>118</sup> Così SCIORTINO, VITTORIA, *L'evoluzione delle politiche immigratorie in Italia*, in *la Rivista delle Politiche Sociali / Italian Journal of Social Policy*, 2023, n. 1, 19.

<sup>119</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Dieci anni fa, Aylan Kurdi. Le cose sono cambiate? Sì: in peggio*. S. ALLIEVI: “*Canali regolari e istruzione unica via all'integrazione*” visionabile su <https://stefanoallievi.it/category/interviste>.

regolari.<sup>120</sup> A ciò si aggiungano gli accordi con paesi terzi, cui si è già fatto riferimento (Libia, Albania), improntati ad una logica di *outsourcing* che mira a trasferire il problema fuori dal territorio nazionale, ma che è giuridicamente vulnerabile e politicamente discutibile.

Ed invero, l'accordo di cooperazione tra l'Italia e la Libia – risalente ad un *Memorandum d'Intesa* siglato dal Governo italiano nel febbraio 2017 - per il contenimento da parte di quest'ultima dei flussi di migranti deve ritenersi obiettivamente controverso per le criticità di questo paese, caratterizzato da istituzioni fragili e mancato rispetto dei diritti umani; tanto da provocare un appello da parte di importanti organizzazioni umanitarie a "modificare i termini della cooperazione", che - come si legge nella nota da queste diffusa - rende "l'Italia... corresponsabile per le violazioni e gli abusi commessi in Libia".<sup>121</sup>

Di certo meno controverso, ma ugualmente sottoposto a numerose critiche, è il recente accordo tra Italia ed Albania del 6 novembre 2023, col quale sono stati realizzati in quest'ultima appositi centri (siti a Shengjin e Gjader, strutture poste sul suolo albanese ma sotto giurisdizione italiana ed europea) dove saranno trattenute persone in attesa di espulsione o rimpatrio.

Le critiche sono numerose e di varia natura, a partire da alcuni dubbi di costituzionalità dell'accordo sollevati dal Massimario della Cassazione,<sup>122</sup> a quella della compatibilità con il diritto dell'Unione Europea, in particolare con il principio

---

<sup>120</sup> Significativo al riguardo l'editoriale intitolato *Pontida, Salvini torna alla carica sull'immigrazione: «Blindiamo i confini»*. Vannacci: «Lo straniero stupra e ruba», visionabile su <https://www.open.online/2025/09/21/pontida-festa-lega-2025-vannacci-salvini-zaia-video>.

<sup>121</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Italia-Libia*: "No ad accordi che calpestano i diritti umani", il richiamo delle organizzazioni umanitarie al Parlamento italiano, visionabile su <https://www.repubblica.it/solidarieta/diritti-umani/2021/07/08/news/italia-libia-309463888>, nel quale si fa riferimento all'appello presentato da ActionAid, Amnesty International, Medici Senza Frontiere e Human Rights Watch alle COMMISSIONI congiunte esteri e difesa di CAMERA e SENATO.

<sup>122</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Cassazione, dubbi costituzionalità intesa Italia-Albania: criticità anche con diritto internazionale*, visionabile su [www.rainews.it/articoli/2025/06/cassazione-dubbi-costituzionalita-intesa-italia-albania-criticita-anche-con-diritto-internazionale-fb47ae53-b397-42ac-b1c8-7e0c51ed9ff8.html](https://www.rainews.it/articoli/2025/06/cassazione-dubbi-costituzionalita-intesa-italia-albania-criticita-anche-con-diritto-internazionale-fb47ae53-b397-42ac-b1c8-7e0c51ed9ff8.html).

della designazione di un “Paese sicuro”. A tal riguardo è opportuno far presente l’orientamento della Corte di giustizia dell’Unione europea, la quale con sentenza 1° agosto 2025 ha stabilito che uno Stato membro può designare un paese terzo come “paese di origine sicuro” mediante atto legislativo, ma tale designazione deve essere soggetta a controllo giurisdizionale effettivo;<sup>123</sup> donde l’esigenza che siano chiare le fonti giuridiche su cui si basa tale designazione, affinché sia garantita detta forma di controllo.

In un analogo contesto critico si colloca anche il cosiddetto Piano Mattei per l’Africa, iniziativa della politica italiana presentata come uno strumento di cooperazione allo sviluppo, consistente in una forma di partenariato paritario ed in taluni investimenti nei paesi africani (da realizzare in alcuni macro-settori tra cui: istruzione, sanità, agricoltura, ecc.); piano caratterizzato dalla presenza di un significativo ammontare di risorse e da una selezione iniziale di paesi pilota.<sup>124</sup> L’iniziativa in parola sembra destinata a segnare un ‘cambio di passo’ della politica italiana in termini di investimento strutturato, in quanto si avvale della possibilità di attuare un rapporto sinergico con i paesi africani attraverso progetti multilaterali particolarmente ampi.

Tale progetto rischia, tuttavia, di diventare nel tempo un esempio paradigmatico di approccio ibrido, se non saranno trovati tempestivi rimedi a taluni profili di indeterminatezza del medesimo, che evidenziano limiti in termini di *governance, trasparenza e partnership*.<sup>125</sup> Significative, al riguardo, appaiono alcune critiche volte ad evidenziare l’obiettivo sotteso del Piano Mattei, riconducibile al

---

<sup>123</sup> Cfr. Causa riunita C-758/24 [Alace] e C-759/24 [Canpelli], visionabile su <https://www.eurojusitalia.eu/?id=690>.

<sup>124</sup> Cfr. l’editoriale intitolato *Il Piano Mattei e le politiche italiane sull’Africa*, visionabile su <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/il-piano-mattei-e-le-politiche-italiane-sullafrica-1948> 22, articolo nel quale si sottolinea che tale piano fu presentato a numerosi leader africani ed organizzazioni internazionali in occasione del vertice Italia-Africa tenutosi a Roma il 28 e 29 gennaio 2024.

<sup>125</sup> Cfr. MOSES UYANG, *Pragmatically Advancing The Rule of Law and Security in Africa, Paramount for The Successful Implementation of Italy’s Piano Mattei (Mattei Plan) on the Continent*, in *International Journal of Geopolitics and Governance*, 2025, vol. 4, n. 1.

tacito intento di riuscire, mediante gli aiuti, a fermare le migrazioni dall'Africa verso l'Europa.<sup>126</sup> A ben considerare, come è stato correttamente puntualizzato, per conseguire una finalità siffatta deve ritenersi sbagliata la tecnica di utilizzare uno strumento siffatto, in quanto il Piano risulterebbe decisamente inadeguato ove si considerino le dimensioni massicce del fenomeno migratorio.

10. La tematica oggetto della presente indagine sembra destinata a subire le ripercussioni negative di alcuni eventi che si stanno verificando a seguito dell'elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti di America, Paese nel quale, a distanza di pochi mesi dalla investitura del nuovo esecutivo, si riscontrano profondi cambiamenti del modello ordinamentale democratico, che - a nostro avviso - stanno recando un grave sconvolgimento non solo a livello interno, ma anche internazionale.

Ed invero l'avvento della presidenza sta costringendo gli USA ad assumere un volto sostanzialmente illiberale, che si traduce in forme di continua violazione dello 'Stato di diritto' ed in un mancato rispetto della dialettica decisionale propria sei sistemi democratici, la quale esclude 'l'assolutismo della maggioranza' e la 'forza del potere' come regola di governo. Siamo in presenza di accadimenti la cui portata ad oggi non appare ancora ben definita, sicché da più parti essa è oggetto di analisi in quanto, fin da ora, una cosa appare chiara a tutti: i suoi effetti sono destinati a cambiare l'ordine geopolitico del pianeta.<sup>127</sup>

Ovviamente non è questa la sede per esaminare le modalità con cui il capo

---

<sup>126</sup> Cfr. AMBROSINI, *Piano Mattei: bene gli aiuti, ma non è l'alternativa all'emigrazione*, visionabile su <https://www.avvenire.it/attualita/pagine/bene-gli-aiuti-ma-non-questa-lalternativa-allemigrazione>.

<sup>127</sup> Cfr., tra gli altri, l'editoriale di FERRARA intitolato *L'egocrazia democratica di Mr. Donald Trump, del 21 gennaio 2025*, visionabile su <https://www.ilfoglio.it/esteri/2025/01/21/news/l-egocrazia-democratica-di-mr-donald-trump-7348112>; QUARANTA, *Donald Trump e la nuova politica energetica degli Stati Uniti: cosa sta accadendo?*, del 22 gennaio 2025, visionabile su <https://www.teknoring.com/news/modelli-e-strategie/politiche-energetiche-donald-trump-stati-uniti-aspettative-conseguenze>; PASSARELLI, *Gli Stati Uniti. Donald Trump e i checks and Balances, in federalismi.it*, 2020, n. 29.

dell'esecutivo americano, attraverso una serie di provvedimenti adottati a seguito del suo insediamento, sta trasformando l'esistente al fine di realizzare un disegno di dominio politico economico destinato a sovvertire la logica giuridica dominante fino al momento della sua nomina. Si ritiene, peraltro, necessario sottolineare che detti interventi si contraddistinguono per il carattere impositivo (talora addirittura violento) con cui la presidenza americana fa valere la propria volontà; i toni e l'approccio che caratterizzano l'azione di Donald Trump (spesso inquinata da arroganza e da mancanza di rispetto per la dignità altrui) evidenziano una personalità complessa, che riflette un retroterra culturale da analizzare e comprendere nella sua vera essenza.<sup>128</sup>

Ne consegue che in tale contesto fattuale si riscontra un precipitoso 'declino della democrazia' caratterizzato dal mancato rispetto del noto criterio del *check and balance* (il tradizionale sistema di 'pesi e contrappesi' che nelle democrazie ha la funzione di equilibrare l'azione del governo), da pericolose esternazioni della 'forza del potere' (ci si riferisce alla nota imposizione di dazi ai paesi che commerciano con gli Stati Uniti) e da episodi di violazioni dei diritti umani (si pensi, ad esempio, alla deportazione in catene degli immigrati irregolari), questione che presenta particolare interesse con riguardo alla materia oggetto della nostra indagine.

Valutando siffatta realtà non sfugge all'osservatore che di certo se gli Stati Uniti sono il primo paese a subire le intemperie della presidenza Trump, finendo in una situazione di prevedibile *caos*, deve ritenersi del pari indubbio che sarà difficile a tutti gli altri paesi del pianeta sottrarsi alla tempesta programmata dal nuovo presidente americano allo scopo di risanare il bilancio degli USA. Ci si riferisce, nello specifico, all'applicazione di elevati 'dazi' alle merci esportate in America, operazione che rischia di scatenare una 'guerra commerciale' e, sotto un profilo più generale, presenta aspetti destinati a sconvolgere l'ordine geopolitico del mondo.

---

<sup>128</sup> Per approfondimenti cfr. CAPRIGLIONE, *Il declino delle democrazie liberali. Diritto economia geopolitica*, Milano, 2025, *passim*.

A ciò si aggiunga l'effetto *contagio* che la linea comportamentale seguita dall'esecutivo statunitense può determinare in molti Stati nei quali si vanno progressivamente affermando tendenze autocratiche le quali, sul piano delle concretezze, si estrinsecano in un 'cambio di regime', conseguito attraverso il meccanismo elettorale;<sup>129</sup> effetto già riscontrabile nell'approccio con cui alcuni Stati - come l'Italia, particolarmente disposto ad assumere una posizione di subalternità rispetto agli USA – dichiarano di voler affrontare il problema della regolazione dei 'flussi migratori'. Significativa, al riguardo, è la modalità con cui si intende procedere, la quale viene compiutamente sintetizzata nella parola '*reimmigrazione*'.<sup>130</sup>

Volendo, in questa sede, soffermarci sulla dichiarata avversione del neopresidente USA per gli immigrati, ci sembra doveroso ricercare le ragioni profonde che inducono il vertice dello Stato americano a ravvisare in detta linea di condotta l'opzione politico culturale vincente. A tal fine necessita aver riguardo alla logica sottesa al 'trumpismo' che esprime un intento di conquista, non disdegna l'apertura alla transazione affaristica e vuole trarre comunque un utile sul piano economico da qualsivoglia tipologia di rapporti venga attivata dalla politica; in altri termini si fonda su una *ratio* che interpreta in chiave di *strumentalizzazione economico-giuridica* le scelte poste in essere.<sup>131</sup>

Ciò posto, si comprende come il contrasto all'immigrazione non può essere ricondotto alla mera argomentazione secondo cui essa intercetta il diffuso timore, presente in vaste aree dell'elettorato, di una concorrenza al ribasso esercitata dai

---

<sup>129</sup> Cfr. BOVERO, *Autocrazia elettiva*, in *Costituzionalismo.it*, 2015, fasc. 2.

<sup>130</sup> La cronaca recente mostra chiaramente l'uso politico del termine "reimmigrazione/remigrazione" in Italia, non a caso l'Accademia della Crusca ne riferisce la portata semantica come eufemismo per «espulsione forzata/deportazione di massa»; in <https://accademiadellacrusca.it/it/parole-nuove/remigrazione/24579>; uso confermato da Treccani, *Neologismi. remigrazione*, 28 gennaio 2025, ove se ne chiarisce il significato di eufemismo per ritorno forzato, con esempi d'uso nella stampa; cfr. CAMILLI, ACCARDO, *La parola remigrazione nasconde una teoria del complotto*, in *Internazionale.it* del 8 settembre 2025.

<sup>131</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Il declino delle democrazie liberali. Diritto economia geopolitica*, cit., p. 49 e ss. e p. 76 e ss.

migranti nei settori a bassa qualificazione; ed invero, esso presenta alcune matrici complementari che è opportuno evidenziare.

Al riguardo rileva, in primo luogo, la considerazione secondo cui la retorica anti-immigrati di Trump si intreccia con motivazioni culturali e identitarie, radicate nella paura di una “sostituzione” demografica. In tale contesto l’elemento razziale è implicito, per cui l’avversione non è diretta all’immigrazione *tout court*, ma a quella proveniente da America Latina, Africa e Medio Oriente; del pari, si vuole salvaguardare la *white supremacy* e, in particolare, difendere un’America cristiana, bianca e rurale, che viene contrapposta a una urbana, cosmopolita e multietnica.

Ricorrono i presupposti ai quali si fa riferimento nelle indagini di autorevoli studiosi per chiarire quali siano le cause che indeboliscono le democrazie favorendo l’ascesa di sistemi autocratici. In tali analisi si mette in evidenza, infatti, che le democrazie possono collassare quando le élite politiche fanno leva su divisioni etniche e razziali per rafforzare il proprio consenso.<sup>132</sup>

Sotto altro profilo, la lotta all’immigrazione va correlata al principio *security of borders* - per cui il controllo dei confini viene presentato come tutela della ‘sovranità nazionale’ a fronte dei rischi della globalizzazione -, divenuto un simbolo della lotta al commercio internazionale sleale e alla delocalizzazione produttiva. Sicché, si addivene ad una narrazione della immigrazione come efficace *capro espiatorio*, utile a spostare l’attenzione dalle cause strutturali delle diseguaglianze sociali e occupazionali - tra le quali rileva la perdita di potere contrattuale del lavoro organizzato - verso un nemico esterno, immediatamente visibile.<sup>133</sup>

È evidente, altresì, come l’impianto sistematico dianzi delineato presenti

---

<sup>132</sup> Ci si riferisce soprattutto alle classiche opere di CARTER HETT, *La morte della democrazia. L’ascesa di Hitler e il crollo della Repubblica di Weimar*, Torino, 2019; nonché di LEVITSKY e ZIBLATT, *How Democracies Die*, tradotto e pubblicato in Italia con il titolo *Come muoiono le democrazie*, Bari, 2018.

<sup>133</sup> Cfr. FRASER, *The Old is Dying and the New Cannot be Born. From Progressive Neoliberalism to Trump and Beyond*, London, 2019.

peculiare centralità sul piano istituzionale, stante la rilevanza che in esso assume il rapporto tra presidenzialismo, potere militare e repressione politica. Ed invero, essendo l'immigrazione presentata non solo come problema sociale, ma come vera e propria minaccia alla sicurezza nazionale, l'esecutivo si ritiene legittimato a poter applicare l'*Insurrection Act* del 1807<sup>134</sup> e l'impiego di Marines e Guardia nazionale in presenza di disordini sociali, come la dilagante ribellione contro le deportazioni degli immigrati che agli inizi di giugno 2025 ha imperversato in molte città americane.<sup>135</sup> Ne consegue che gli interventi contro le proteste cittadine diventano, in tale logica, strumenti di pressione politica contro i governatori democratici (dando a questi ed alle amministrazioni locali una 'dimostrazione di forza') e veicolo per una progressiva normalizzazione dello "stato di eccezione".<sup>136</sup>

Per concludere sull'argomento può dirsi che, in nome della difesa del mercato del lavoro e della sovranità dei confini, si afferma una strategia autoritaria che altera l'equilibrio tra i poteri costituzionali e crea le condizioni per un'economia di mercato che interagisce su una realtà istituzionale sempre più instabile. In tale contesto, la linea dura di Donald Trump sull'immigrazione - la quale, come si è sottolineato in precedenza, diventa priorità interventistica e fattore di aggregazione nei sovranismi di destra - appare strumentale al fine di dividere l'opinione pubblica e costringere i democratici a posizionarsi su un terreno ostico.

## 11. L'analisi che precede solleva un interrogativo di significativo rilievo rispetto

---

<sup>134</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Trump minaccia l'Insurrection Act, cos'è e come funziona*, visionabile su [https://www.lastampa.it/esteri/2025/06/10/news/trump\\_minaccia\\_insurrection\\_act\\_cos\\_e\\_como\\_funziona-15185349](https://www.lastampa.it/esteri/2025/06/10/news/trump_minaccia_insurrection_act_cos_e_como_funziona-15185349).

<sup>135</sup> Ci si riferisce, in particolare, agli eventi che hanno visto la popolazione di grandi città, come Los Angeles e San Francisco, opporsi anche con forme di guerriglia cittadina ai metodi incivili con cui Donald Trump si è adoprato per mantenere uno dei più significativi impegni presi durante la sua campagna elettorale; cfr. l'editoriale intitolato *Proteste contro le retate di deportazione si moltiplicano nelle città USA*, visionabile su <https://it.euronews.com/video/2025/06/11/aumentano-le-manifestazioni-contro-i-raids-di-deportazione-nelle-città-degli-stati-uniti>.

<sup>136</sup> Cfr. WILSON, 'Red Caesarism' is rightwing code – and some Republicans are listening, in [www.theguardian.com](http://www.theguardian.com), 1 ottobre 2023.

alla tutela dei diritti fondamentali degli esseri umani di fronte alle sfide poste da natalità (*rectius*: denatalità), invecchiamento e migrazioni, dovendosi aver riguardo alla correlazione tra le situazioni giuridiche che conseguono a livello personale ed all'insieme dei diritti umani che la comunità internazionale generalmente riconosce e si propone di difendere.<sup>137</sup> Ciò in quanto l'intervento pubblico che ha luogo in occasione della gestione delle predette dinamiche demografiche non ne può comprimere l'essenza, né ostacolare le persone che optano per scelte volte ad assicurare una migliore e più completa condizione di vita.

Naturalmente va tenuto presente che, in una visione prospettica della tutela dei diritti umani, le variabili demografiche non si esauriscono in una serie di grandezze statistiche da governare con strumenti di politica economica. Si versa, invece, in presenza di fattispecie complesse che incidono sul contenuto concreto delle garanzie e sui meccanismi giurisdizionali di tutela. Nel quadro europeo in precedenza delineato (contraddistinto da denatalità strutturale, invecchiamento e pressioni migratorie), quindi, i diritti umani operano quale criterio ordinatore che vincola l'azione pubblica e, al contempo, funge da dispositivo istituzionale di correzione degli squilibri che l'economia del continente manifesta nei cicli di crisi demografiche.

In base all'esperienza riguardante le più clamorose e dolorose violazioni che hanno colpito la persona umana nei tempi recenti può dirsi che l'analisi deve confrontarsi con il fermo imperativo morale secondo cui l'intervento pubblico deve sempre assicurare la tutela dell'esistenza individuale e, dunque, tener conto delle molteplici modalità in cui essa possa essere violata (uccisione, mutilazione, tortura,

---

<sup>137</sup> Cfr. ALSTON, *International Human Rights*, New York, 2025, per un'utile impostazione del raccordo tra livelli di tutela, attraverso l'analisi comparata dei sistemi regionali e delle sfide attuali; si veda anche BURGORGUE-LARSEN, *The 3 Regional Human Rights Courts in Context. Justice That Cannot Be Taken for Granted*, Oxford University Press, Oxford, 2024, sui tre pilastri giurisdizionali (Corte EDU, Corte IDH, Corte Africana), per una riflessione sull'effettività, i limiti strutturali e le prospettive di riforma del sistema di *enforcement*.

privazione della libertà, ecc.).<sup>138</sup> Analogamente deve dirsi ove si faccia riferimento alla sicurezza dei bisogni essenziali e all'egualanza di tutti (*i.e.* evitare le discriminazioni di razza, sesso, lingua, religione, opinioni politiche, condizioni sociali, ecc.), oltreché alla tutela dei diritti propriamente politici (partecipazione effettiva degli individui al governo del proprio paese, elezioni periodiche, libere, segrete, ecc.).

L'assunto che si pone a monte di un eventuale forma di governo delle variabili demografiche è duplice: tener presente, da un lato, l'orientamento del diritto internazionale in materia di diritti umani e la CEDU, che definiscono *standard minimi*, non comprimibili oltre una soglia che riflette l'esigenza di rispettare la dignità della persona; ricordare, dall'altro, che tali *standard* permeano gli assetti del diritto dell'economia, incidendo sulle scelte allocative e sulle forme di regolazione dei mercati del lavoro, dei servizi essenziali e del *welfare* (ciò, in linea con le implicazioni economico-istituzionali dianzi rappresentate).<sup>139</sup>

Con particolare riferimento al fenomeno migratorio, occorre prestare attenzione alla pressione demografica proveniente dal Sud del globo (da qualificare, come si è sottolineato, come variabile strutturale e non come mera emergenza), in quanto essa si traduce in un aumento delle situazioni di privazione della libertà, stante il controllo delle frontiere, il trattenimento amministrativo, eventuali respingimenti o trasferimenti (con ovvia incidenza sulla dialettica tra dovere morale e prassi politica). In questa prospettiva appare evidente la rilevanza della giurisprudenza che si riscontra in sede di applicazione della CEDU, in quanto grazie ad essa diviene obbligatorio osservare una linea di condotta che non può essere elusa da emergenze politiche o da cicli elettorali. Ci si riferisce, in particolare,

---

<sup>138</sup> Cfr. HABERMAS, *Faktizität und Geltung. Beiträge zur Diskurstheorie des Rechts und des demokratischen Rechtsstaats*, Suhrkamp, FrankfurtM., 1992, sul “sistema dei diritti” quale condizione di coesistenza libera e uguale e sulle garanzie dell’integrità personale e delle condizioni di vita.

<sup>139</sup> Cfr. SHUE, *Basic Rights. Subsistence, Affluence, and U.S. Foreign Policy*, 2<sup>a</sup> ed., Princeton University Press, Princeton, 1996, in ordine al riscontro di “diritti basici” riferibili alla sicurezza e alla sussistenza, quali precondizioni di esigibilità degli altri diritti, cui corrispondono obblighi istituzionali positivi e negativi a carico dei poteri pubblici.

all'applicazione dei *Basic Principles and Guidelines* del “Gruppo di lavoro sulla detenzione arbitraria” (WGAD), nei quali si afferma la “non derogabilità” del diritto di adire un giudice, chiarendo contenuto, tempi, oneri e rimedi della tutela giurisdizionale effettiva.<sup>140</sup>

In tale contesto, necessita prestare attenzione alla *Deliberation No. 9* dello stesso WGAD, la quale colloca il divieto di detenzione arbitraria nel diritto consuetudinario, sulla base di particolari presupposti contenutistici che comprendono legalità, proporzionalità, non discriminazione e controllo giurisdizionale indipendente.<sup>141</sup>

Ovviamente, in una prospettiva maggiormente attenta alla realtà europea, va considerato che l'ordinamento comunitario conferma questi vincoli. Significativo, al riguardo, è il ruolo della Corte EDU rispetto all'emersione di *tensioni* prodotte da ‘cicli demografici’ e ‘politiche securitarie’. Ed invero, occorre riconoscere che la Corte stessa ha conosciuto una stagione di “contestazione istituzionale”; e tuttavia la sua autorità non è stata erosa, bensì ricalibrata mediante tecniche processuali e rimediali che preservano la funzione di controllo nelle fasi critiche del rapporto tra individui vulnerabili e poteri pubblici.<sup>142</sup>

In termini sistematici, l'impostazione della CEDU è condizionata dalla dialettica sull'ammissibilità (delle questioni) e sulle misure (a sua disposizione): l'una e gli altri,

---

<sup>140</sup> In altri termini, il ricorso al giudice è un presidio funzionale dell'intero sistema, perché converte l'eccezionalità amministrativa in legalità controllata e garantita; cfr. UN *Human Rights Council, United Nations Basic Principles and Guidelines on Remedies and Procedures on the Right of Anyone Deprived of Their Liberty to Bring Proceedings Before a Court*, A/HRC/30/37, 6 luglio 2015.

<sup>141</sup> E' utile far rinvio a UN *Working Group on Arbitrary Detention, Deliberation No. 9 concerning the definition and scope of arbitrary deprivation of liberty under customary international law*, A/HRC/22/44, 2013; v. anche *Report of the Working Group on Arbitrary Detention*, A/HRC/27/48, 30 giugno 2014, in quanto tali parametri si riverberano sul diritto dell'economia: la gestione dei flussi non può strutturarsi come mera esternalizzazione di costi sociali verso soggetti deboli, ma deve incorporare il costo – necessario - delle garanzie procedurali e dei rimedi (coerentemente con le criticità di governo del fenomeno già evidenziate nei paragrafi che precedono).

<sup>142</sup> Cfr. STONE SWEET, SANDHOLTZ, ANDENÆS, *The Failure to Destroy the Authority of the European Court of Human Rights: 2010–2018*, in *The Law and Practice of International Courts and Tribunals*, 21(2), 2022.

infatti, agiscono come valvola di regolazione del carico contenzioso e, insieme, come strumento per rendere effettivi diritti che, senza un'architettura rimediale coerente, resterebbero dichiarazioni programmatiche. Anche per questo, gli effetti esterni delle decisioni CEDU sono cruciali e, per certi versi, travalicano la *res iudicata*: essi orientano i governi e, quindi, incidono su linee di bilancio, modelli organizzativi e pratiche di frontiera.<sup>143</sup>

Ciò posto, occorre mettere in luce che - al presente - un profilo di particolare rilievo viene sollevato dalla applicazione extraterritoriale delle garanzie fondamentali allorquando Stati europei esercitano controllo effettivo al di fuori del proprio territorio; ne consegue che operazioni navali, "hotspots" avanzati, zone di attesa e cooperazioni con Paesi terzi sollevano questioni di nuovo tipo che richiedono alla menzionata Corte una sequela di risposte. In queste si chiariscono quale sia l'effettivo contenuto dei diritti umani rispetto alle aspirazioni di miglioramento proprie della natura umana e, al contempo, si denunciano i diversi convincimenti di taluni governi, talora impegnati alla difesa di particolarismi territoriali in luogo della tutela degli esseri umani.

Appare, peraltro, chiaro che, nelle operazioni all'estero o ai margini dei confini, l'anello debole non è l'enunciazione astratta dei diritti, bensì la delimitazione della giurisdizione e delle responsabilità statali.<sup>144</sup> Ed invero, una volta accertato il controllo (anche funzionale), seguono l'applicazione degli artt. 3, 5 e 13 CEDU e, di riflesso, il divieto assoluto di respingimenti collettivi e la necessità di un esame individuale, come la Corte ha ribadito in casi paradigmatici sul Mediterraneo e nel

---

<sup>143</sup> L'ammissibilità seleziona i casi in cui il vaglio di Strasburgo è necessario per la tenuta del sistema; i rimedi (*equitable satisfaction*, misure individuali e generali) trasformano il *dictum* giudiziale in cambiamento istituzionale, con impatti sulle politiche pubbliche (in linea con l'esigenza di misure strutturali richiamate in altre parti di questo scritto); cfr. GERARDS, BUYSE, ANDENÆS (eds.), Special Issue “‘Heads and Tails’: Admissibility and Remedies at the European Court of Human Rights”, in *European Convention on Human Rights Law Review*, 5(3), 2024.

<sup>144</sup> Cfr. ANDENÆS, BJØRGE, *Human Rights and Acts by Troops Abroad: Rights and Jurisdictional Restrictions*, in *European Public Law*, 18(3), 2012; v. altresì CEDU, *Al-Skeini and Others v. United Kingdom*, 7 luglio 2011; *Al-Jedda v. United Kingdom*, 7 luglio 2011.

contesto del sistema di Dublino.<sup>145</sup> Ne deriva la conclusione secondo cui le scelte di *policy* sul governo dei flussi non possono confidare in zone d'ombra giuridiche; sicché, in tale contesto interpretativo, l'esternalizzazione non estingue la responsabilità di un *outsourcee*, ma al contrario, impone diligenze procedurali e garanzie rimediali ulteriori.

Sotto altro profilo, va osservato che i mutamenti demografici incidono anche sul perimetro dei diritti sociali e sulle correlative obbligazioni positive degli Stati. Denatalità e invecchiamento, già letti in chiave di sostenibilità del *welfare*, sollecitano infatti un ripensamento dei doveri statali sul piano dell'accesso ai servizi essenziali, dell'eguaglianza sostanziale e della non discriminazione indiretta verso categorie vulnerabili (minori, anziani, *caregiver*).<sup>146</sup> In altri termini, nel campo della demografia, la *giustiziabilità* dei diritti sociali non si arresta dinanzi alla discrezionalità economico-finanziaria, ma piuttosto è sollecitata da ragioni pubbliche, soprattutto quando politiche di lungo periodo influiscono sull'effettività della protezione (in particolare, negli ambiti della sanità territoriale, dei servizi educativi e dell'inclusione sociale).

Viene, quindi, in considerazione una sorta di riflesso delle variabili in parola (e delle relative forme di governo, di *status* e di tutela) sull'evoluzione dei diritti all'interno di società che cambiano, laddove transizioni culturali (e, in particolare, quelle connesse alla struttura e alle forme della famiglia) sollevano bisogni di protezione di nuovo tipo (correlati all'aumento delle famiglie mononucleari, alla dispersione dei nuclei familiari in più città e ad altre situazioni che richiedono sforzi

---

<sup>145</sup> Cfr. CEDU, *Hirsi Jamaa and Others v. Italy*, 23 febbraio 2012; *M.S.S. v. Belgium and Greece*, 21 gennaio 2011.

<sup>146</sup> La dimensione dei rimedi, che la riflessione recente ha riportato al centro dell'attenzione, si salda qui con le catene causali che legano condotte (od omissioni) pubbliche ad esiti lesivi di diritti. L'analisi causale - tema su cui si va consolidando una letteratura sistematica - costituisce il ponte tecnico tra *standard* di tutela e riforme istituzionali, inclusa la redistribuzione di risorse per attenuare gli effetti regressivi dei *trend* demografici (coerentemente con l'esigenza di integrazione tra politiche economiche e demografiche già affermata in precedenza); si veda, in una prospettiva sistematica, il progetto editoriale su causalità e obbligazioni positive sotto la CEDU: STOYANOVA, ANDENÆS (eds.), *The Role of the Causal Inquiry under the European Convention on Human Rights* (forthcoming, Cambridge University Press).

superiori per la risoluzione di problematiche quotidiane e per la conduzione di una vita agiata). Trattasi di un percorso evolutivo che, in taluni ordinamenti, ha condotto al riconoscimento di nuove forme familiari o all'ampliamento di sfere di autonomia personale; ciò, secondo un metodo ancorato al dialogo tra dinamiche sociali e garanzie giuridiche, con la giurisprudenza e la dottrina a fungere da cerniera tra mutamento sociale e stabilità dell'ordinamento.<sup>147</sup>

In questo quadro, l'interazione fra diritti umani e intervento pubblico produce effetti che possono condizionare i comportamenti dei Governi. Ed invero, in primo luogo, le scelte di finanza pubblica e le strategie di gestione dei flussi devono incorporare i costi delle garanzie procedurali e sostanziali, perché si tratta di costi costituzionalizzati dal diritto internazionale e convenzionale. A ciò si aggiunga, poi, la considerazione secondo cui il disegno di strumenti regolatori (*i.e.* permessi di lavoro, canali legali, servizi di integrazione) non è neutrale, in quanto esso crea sentieri d'azione più o meno compatibili con gli *standard* di legalità, prevenendo esternalità negative (lavoro informale, sfruttamento, marginalità) che il mercato da solo non corregge. Pertanto, la struttura rimediale deve esser configurata in modo tale da orientare la pubblica amministrazione verso interventi che non generino contenzioso davanti alla Corte EDU.

In definitiva, leggere i mutamenti demografici alla luce dei diritti umani non attenua l'efficienza del diritto rispetto alla socialità: al contrario, ne accresce la capacità selettiva, orientando risorse scarse verso assetti che preservano benessere comune, coesione sociale e sostenibilità intergenerazionale.

Pertanto, appare possibile concludere che la giurisprudenza richieda ai governi una scelta di fondo: adottare una *razionalità pubblica* in cui i diritti umani

---

<sup>147</sup> *Mutatis mutandis*, la stessa architettura può essere impiegata per affrontare gli effetti distributivi dell'invecchiamento e della denatalità, evitando che la revisione di diritti sociali si traduca in un arretramento della protezione dei più deboli; cfr. WINTEMUTE, ANDENÆS (a cura di), *Legal Recognition of Same-Sex Partnerships: A Study of National, European and International Law*, Hart, 2001.

costituiscono parametro e metodo; parametro, perché segnano i confini di ciò che non è negoziabile e metodo, perché impongono una argomentazione *evidence-based* delle politiche demografiche ed economiche, verificabile in sede giurisdizionale e compatibile con un ordine europeo che, nonostante frizioni e difficoltà, ha dimostrato la resilienza dei propri meccanismi di tutela.

12. La complessità della tematica trattata non consente di pervenire nell'immediato a soluzioni che riescano a dare soddisfacenti risposte ai numerosi interrogativi che le dinamiche demografiche pongono a coloro che cercano di approfondirne i contenuti. Ed invero l'interprete, nel costruire un quadro argomentativo che abbracci le variegate questione proponibili in argomento deve far riferimento a saperi diversi, tenendo conto delle possibili interazioni che si configurano tra il diritto dell'economia e il tema della giustizia sociale, creando un ponte tra la realtà demografica e quella economica globale.

Il contrasto tra Nord e Sud, sebbene radicato in fattori storici, può trovare una via di soluzione se si inizia a guardare alla migrazione irregolare non come un problema da contenere, ma come una opportunità da gestire, ponendo l'accento sull'integrazione e sulla solidarietà tra Stati. Il riferimento alla Dottrina Sociale della Chiesa, in tale contesto, sicuramente identifica un criterio fondante da seguire; le indicazioni che tale dottrina dà 'agli uomini di buona volontà' aprono alla speranza di un mondo migliore nel quale - a fronte di un progressivo superamento degli individualismi e di consolidate posizioni incentrate sulla tutela degli interessi egoistici di alcuni - prevalga una visione universalistica che apra all'accoglienza e accetti con favore l'idea di una possibile integrazione degli immigrati.

È forse questo il percorso da ipotizzare al fine di pervenire ad una positiva conclusione nella ricerca di concrete proposte che consentano di eliminare la rilevante discrasia socio-economica che in molti paesi europei si rinviene *in subiecta*

*materia*. Ci si riferisce alla situazione di alto benessere ed alla modernità che nei medesimi si è affermata, fattori che, anziché incentivare la natalità, la riducono in virtù della crescente autonomia individuale, della parità di genere e delle cause che danno luogo a trasformazioni dei modelli familiari.

Al contempo, diviene possibile, per tal via, prefigurare che un diffuso *favor* all'accesso degli immigrati agisca da catalizzatore nel risolvere la annosa realtà di molti paesi dell'Africa subsahariana, del Medioriente e dell'Asia meridionale. In questi ultimi, infatti, la povertà e la mancanza di *empowerment*, combinati con sistemi culturali tradizionali, alimentano una natalità elevata che, peraltro, anziché essere un segno di vitalità, costituisce un ostacolo strutturale allo sviluppo economico.

Nel presente restano, tuttavia, ferme le gravi difficoltà, rappresentate nel corso dell'indagine, che impediscono di trovare, sul piano delle concretezze, soluzioni al problema della regolazione dei flussi migratori in linea con le indicazioni della Chiesa cattolica, improntate - come poc'anzi si è detto - allo spirito universalistico ed all'accoglienza. Forse bisognerà attendere tempi migliori quando nel globo sarà attenuato l'egoismo degli uomini e diverrà possibile raggiungere mete oggi conseguibili solo col desiderio e l'immaginazione.

Quel che in questa sede si è tentato di dimostrare è la legittimità di una aspettativa siffatta: essa non può e non deve essere considerata un'*utopia* perché gli ostacoli oggi configurati sono calcolabili razionalmente e, dunque, superabili facendo ricorso ad idonee misure che, seguendo le prescrizioni del diritto dell'economia, ci consentano di riuscire a conciliare i variegati aspetti antinomici che connotano la fenomenologia in esame.

Conforta questo convincimento il citato criterio che identifica nella *solidarietà* uno dei principi cardini della convivenza civile, in quanto la sua caratterizzazione giuridica, oltre che etica, conferisce una valenza particolare alla medesima. La

solidarietà, ove riguardata con riferimento alla tematica che qui occupa, consente di indicare ai governanti i canoni comportamentali cui deve essere improntato l'atteggiamento concreto e, dunque, la regolazione normativa dei paesi di destinazione dei migranti. È il caso di ricordare che siamo in presenza di un criterio della «organizzazione dei rapporti tra gli individui e tra gli individui e lo Stato», come in un suo famoso libro ebbe a sottolineare il compianto Guido Alpa.<sup>148</sup>

Se ne deduce che, nel governo delle dinamiche demografiche, la solidarietà è in grado di esprimere la sintesi tra le indicazioni della 'legge morale' e quelle della razionalità economico/giuridica. In altri termini, la tradizionale composizione dei principi posti alla base della società civile - rappresentata dalla trilogia etica, diritto, economia - è vivificata dalla forza espressiva che la solidarietà riesce a conferire in materie come quella in esame; vale a dire supportando la logica dell'accoglienza che, a nostro avviso, «si colora di diverse esperienze: dalla beneficenza all'altruismo, dalla carità all'attività sociale... all'attività economica»; forme operative che si connotano per il profondo senso di responsabilità che ad esse deriva dalla esplicazione del principio in parola.<sup>149</sup>

Sulla base di quanto precede è possibile individuare - nonostante le perplessità manifestate all'inizio di queste conclusioni - le linee guida che consentano di addivenire ad una progettazione sistemica del rapporto tra diritto dell'economia e dinamiche demografiche.

Ed invero, le indicazioni formulate nell'indagine mettono in evidenza che, comunque, è pensabile (sia pure con difficoltà) la gestione dei flussi migratori; questa evenienza è ipotizzabile qualora le trasformazioni socio-economiche dai medesimi indotte vengano attuate dai governi avendo di mira il rispetto dei principi di efficienza, equità e coesione sociale. Sotto un profilo più generale, può dirsi che detti

---

<sup>148</sup> Cfr. ALPA, *Solidarietà*, Bologna, 2022.

<sup>149</sup> Così CAPRIGLIONE, *La 'solidarietà' nella ricostruzione di Guido Alpa*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, Supp. al n. 1 del 2023, p. 12.

criteri rafforzano l'interazione tra basi teoriche e risultati empirici delle modalità di regolazione delle dinamiche demografiche: dalla salute pubblica alla *governance* multilivello, dalla razionalità economica all'analisi critica delle strutture globali.

**Francesco Capriglione**

**Mads Andenæs**

*Professor of Law*

*nell'Università di Oslo*

**Valerio Lemma**

*Ordinario di diritto dell'economia*

*nell'Università degli Studi G. Marconi*

## I CONSIGLIERI INDEPENDENTI

### “DI ESTRAZIONE PUBBLICA” NELLE ASSICURAZIONI PRIVATE \*

*(Independent “Public Sector” Directors in private insurance companies)*

**ABSTRACT:** *La riforma dello statuto ordinamentale dei docenti universitari di ruolo a tempo pieno origina rinnovate prospettive riguardo al rapporto fra la figura dell'amministratore indipendente e lo scopo lucrativo delle corrispondenti società. Il primo caso ha riguardato le assicurazioni private.*

*The reform of the statute of full-time tenured university professors creates new perspectives regarding the relationship between the role of independent director and the profit-making purpose of the corresponding companies. The first case involved private insurance companies.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa - 2. Incarichi autorizzabili ai docenti universitari a tempo pieno nelle imprese assicurative private - 3. Il gravame - 4. Il quadro regolatorio di riferimento - 5. La figura del consigliere indipendente nella disciplina di settore degli ordinamenti sezionali - 6. La decisione del TAR Trento - 7. Le sopravvenienze normative - 8. Considerazioni conclusive.

1. Nell’odierno assetto regolatorio che interessa alcuni fra i principali attori di mercato (società quotate, nonché imprese bancarie e assicurative), pulsioni sistemiche che muovono da prospettive di matrice anche molto diversa (alcune, prevalentemente di ispirazione valoriale, altre, di ordine maggiormente tecnico) finiscono per convergere e in parte per sovrapporsi in molte situazioni, ponendo rinnovate questioni e originando soluzioni per certi versi inedite.

E’ un dato del nostro tempo, sempre più oggettivizzato, la spinta verso una

---

\* Contributo approvato dai revisori.

maggior democratizzazione della governance delle società lucrative,<sup>1</sup> tanto se non soggette a vigilanza prudenziale, quanto nel caso opposto.<sup>2</sup> Essa ha trovato sbocco, fra l’altro, nell’enucleazione e nella progressiva diffusione di categorie soggettive che, all’interno degli organi di gestione, frammentano e superano l’originaria unitarietà formale: dai consiglieri di minoranza<sup>3</sup> a quelli indipendenti (dove, con più evidenza che nel primo caso, si pone un tema di modellazione dei requisiti dei componenti gli organi apicali). Ciascuna di esse, sottensiva di prospettive - primariamente, valoriali – molto differenti.<sup>4</sup> Nessuna, verosimilmente, capace di piena autosufficienza nel definire il proprio perimetro di riferimento.

---

<sup>1</sup> Cfr. Corte di Cassazione, ord. n. 2629 del 29.1.2024, ove si è affermato che il legislatore della riforma del 2003 ha tenuto in considerazione primaria le esigenze del socio-investitore e non più solo quelle del socio interessato alla gestione della società, escludendo il carattere necessariamente eccezionale del recesso societario, attesa la sua evoluzione – alla luce del nuovo assetto - anche in una tutela della scelta di disinvestire dall’impresa economica. Da qui, l’introduzione della previsione (accanto alle ipotesi legali inderogabili e non) contenuta nel quarto comma dell’art. 2437 c.c., consistente nel fatto che lo statuto possa prendere in considerazione ulteriori cause di recesso, con il solo limite che non si tratti di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

<sup>2</sup> E’ stato anche osservato (ALVARO, D’ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate Aspetti comparativi e linee evolutive*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 7, 2015, pp. 19-20) - a conferma della varietà di obiettivi istituzionali destinati a formare, nel complesso, il sottostante della nuova traiettoria ordinamentale - come la “Legge sul Risparmio del 2005, che, introducendo per le società quotate la figura degli amministratori di minoranza, con la finalità di rendere più efficiente il monitoraggio del plenum sull’operato degli esecutivi, ha, in tal modo (come si evince dai lavori preparatori alla legge), anche voluto intendere, a torto o a ragione, il consiglio di amministrazione come il luogo, oltre che di confronto dei diversi interessi sociali, anche di prevenzione di abusi e frodi”. Sul ruolo delle minoranze in rapporto all’azione sociale di responsabilità, per come già riconosciuto nel TUF, si v. per tutti CAPRIGLIONE, *Art. 129 - Azione sociale di Responsabilità*, in ALPA e CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, T. II, 1998, p. 1188 e ss.

<sup>3</sup> Cfr. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Tratt. Dir. Comm.*, diretto da Cottino, IV, Padova, 2004, p. 5; ID., *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, 5-6, p. 995; ID., *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *Rivista di Diritto Societario*, fasc. 3, parte I, 2015, p. 508 e ss.; FERRARINI, GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 4, p. 589; VENTORUZZO, *La composizione del Consiglio di amministrazione delle società quotate*, in AA.VV., *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di TOMBARI, Torino, 2008, p. 154; SALANITRO, *La tutela delle minoranze nelle assemblee delle società quotate*, in BBTC, 1999, fasc. 6, parte I, p. 681 e ss.; CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall’eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, ivi, fasc. 2, parte I, 2015, pp. 140-144; e ID., *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze: Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Giappichelli, 2018, pp. 123-136.

<sup>4</sup> Cfr. ZOPPINI, *Società e amministratori alla prova «indipendenza»*, ne Il sole 24 ore, 1.12.2015.

Minoranza e, soprattutto, indipendenza, restano, a ben vedere, concettualità di carattere convenzionale. Sfuggenti, entrambe, seppur non in identica misura. Meno, infatti, la “minoranza”, che – al netto della variabilità della linea numerica di confine di volta in volta tracciata dalla normativa di settore – rimane spazio ordinamentale perimetrabile, sempre, secondo il paradigma della correlatività.

Molto di più, invece, per l’ “indipendenza”, che non solo si atteggia per sua natura a categorizzazione refrattaria (se non impermeabile) ad esperienze di attendibile misurazione, ma, prima ancora, rimane incerta e irrisolta nell’aspetto funzionale<sup>5</sup> e, perfino, in quello genetico.<sup>6</sup>

Resta infatti non chiarissima la fonte dell’ “indipendenza”, che, tuttavia, da qualcosa deve pur derivare, prima ancora che dipendere. Se, infatti, intesa come semplice assenza di specifici conflitti di interesse, nel migliore degli scenari se ne impoverirebbe la portata ordinamentale e, nel peggiore, si rischierebbe di farne un inutile doppione di altre situazioni o di altri congegni. Ove, invece, se ne assumesse un’accezione più forte, atta a condensare il senso di un’equidistanza multilaterale del singolo consigliere all’interno dell’organo di gestione, allora diversi interrogativi diverrebbero impossibili da eludere.

Icasticamente, ne sono esemplificabili alcune declinazioni: ci sono “indipendenti” presunti? fra “indipendenti”, c’è qualcuno più “indipendente” degli

---

<sup>5</sup> Cfr. DENOZZA, *I Requisiti d’indipendenza*, disponibile su [www.nedcommunity.it](http://www.nedcommunity.it), 2005; RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, I, 2007, p. 148; PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, pp. 241-242.

<sup>6</sup> Come fa notare SARTORI, *L’indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, in *Riv. Diritto bancario*, 2020, I, p. 116, le regole in tema di indipendenza sono state dapprima scolpite con specifico riferimento all’organo di controllo delle società, mentre per i componenti dell’organo di gestione i medesimi requisiti sono stati richiamati per relationem, il che è dall’A. giudicato “un dato importante che merita di essere segnalato nella misura in cui pare potersi affermare che il paradigma dell’indipendenza rimandi specificamente alla funzione di “vigilanza”, di “controllo” sulla gestione”, aggiungendo che, sul punto, il Codice di autodisciplina, “per converso, segue la strada opposta: definisce cioè i requisiti dell’indipendenza degli amministratori non esecutivi e li estende, con la stessa tecnica (rovesciata) del legislatore, ai componenti dell’organo di controllo”, in certo qual modo a segnare una “rinnovata considerazione, nel settore, alla figura degli amministratori indipendenti (quasi a discapito del collegio sindacale)”.

altri?

È lo spirito di ricercare risposte a interrogativi di questo genere, a orientare le brevi considerazioni che seguono.

2. Una recente vicenda che ha fatto poco clamore sul piano giudiziario, sembra, muovendo dalla premessa sopra indicata, poter (ciononostante) offrire interessanti spunti per utili ricostruzioni, dallo specifico punto di vista qui attenzionato.

Nella specie, il caso concreto ruotava intorno all'art. 6, comma 10, della legge del 30 dicembre 2010, n. 240, a tenore del quale lo svolgimento di incarichi extraistituzionali da parte di professori e ricercatori universitari a tempo pieno era, all'epoca dei fatti per cui è insorta causa, oggetto di autorizzazione che è subordinata all'assenza dello scopo di lucro quanto agli enti presso i quali tali incarichi vengono svolti.<sup>7</sup> Nella specie, veniva negata l'autorizzazione chiesta da un professore universitario a tempo pieno allo svolgimento dell'incarico extraistituzionale di componente del consiglio di amministrazione di una mutua assicuratrice,<sup>8</sup> senza funzioni o deleghe gestionali, in qualità di amministratore indipendente.

E' da notare che, prima di addivenire alla determinazione finale, l'Ateneo

---

<sup>7</sup> Per un interessante quadro ricostruttivo d'insieme, CASTORINA, *Lo status dei docenti universitari*, in *Rivista AIC*, fasc. 6, 2021; MAZZAROLLI, *Professori universitari, Università e garanzia costituzionale dell'autonomia universitaria*, in *Quad. cost.*, 1/1997, p. 77 e ss.; D'ATENA, *Profili costituzionali dell'autonomia universitaria*, in *Giur. cost.*, 5/1991, p. 2973 e ss.; MAZZIOTTI DI CELSO, *L'autonomia universitaria nella Costituzione*, in *Dir. soc.*, 2/1980, p. 229 e ss.; MERLONI, *Autonomie e libertà nel sistema della ricerca scientifica*, Giuffrè, Milano, 1990, p. 166 e ss.; PINELLI, *Autonomia universitaria, libertà della scienza e valutazione dell'attività scientifica*, in *Riv. AIC*, 3/2011, p. 1 e ss., nonché CONCILIO, *Il regime di incompatibilità dei professori universitari: disciplina e questioni applicative*, in *Foro amm.*, 2020, p. 915 e ss.

<sup>8</sup> Per un'ampia ricognizione e per approfondimenti in tema, restano utili letture ASCARELLI, *Riflessioni in tema di consorzi, mutue, associazioni e società*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1953, p. 330 e ss.; BASSI, *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1988, p. 84 e ss. e DE LUCA, *Mutue assicuratrici*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di GALGANO, Bologna - Roma, 2006, p. 188 e ss. Da ultimo, v. CUSA, *Fattispecie e disciplina della società di mutuo soccorso: un rebus giuridico*, in *Riv. società*, 2022, p. 126 e ss.

interpellava al riguardo l’Avvocatura distrettuale dello Stato che, con proprio parere, si esprimeva negativamente, argomentando, innanzitutto, che Itas Vita non potrebbe annoverarsi tra gli enti privati senza scopo di lucro, in quanto società per azioni e, dunque, “persona giuridica privata costituita per l’esercizio di un’attività economica con finalità di lucro”, non rilevando la circostanza che l’unico suo azionista sia ITAS Mutua, posto che “la natura dell’azionista non incide sulla configurazione giuridica della società (per azioni) partecipata”. In secondo luogo, osservando che il consigliere indipendente è una figura contemplata dal diritto societario positivo con riferimento alle sole società quotate in borsa e neppure rinvenibile nello statuto di Itas Vita e, comunque, non rappresenterebbe una presenza “meramente passiva” e “silente” nell’ambito del consiglio di amministrazione di una società di capitali” per cui nella specie non rileverebbe il fatto che l’incarico che il docente intenderebbe assumere rientri in tale tipologia di attività.

Da qui, adesivamente, il provvedimento del Rettore dell’Università di appartenenza dell’interessato di diniego dell’autorizzazione allo svolgimento dell’incarico extraistituzionale sul presupposto che sarebbe “senz’altro da escludere che la società in questione [ITAS Vita SpA, ndr], la quale riveste forma di società per azioni, possa annoverarsi tra gli enti privati senza scopo di lucro”.

3. Nell’adire il giudice amministrativo avverso il provvedimento di diniego, il ricorrente insisteva sulla circostanza che Itas è solo formalmente una società di capitali, come tale avente scopo di lucro, ma nella sostanza è una persona giuridica a carattere mutualistico e, pertanto, risulta priva della finalità lucrativa contestata, dovendosi anche tener conto del fatto che “ITAS Mutua è unico azionista al 100% di ITAS Vita” e che “la partecipazione della Mutua come socio unico di ITAS Vita comporta che gli utili derivanti dall’attività della controllata siano distribuiti al socio unico, che li utilizzerà coerentemente alla causa mutualistica e in conformità dei limiti tassativi che essa impone alla remunerazione del capitale”.

Argomentava altresì il ricorrente che l’incarico che Itas gli aveva inteso conferire risultava corrispondere a quello di amministratore indipendente, vale a dire un ruolo caratterizzato da assenza di finalità esecutive e gestionali introdotto nell’ordinamento dalla riforma societaria di cui al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6. Nello specifico, sosteneva, il consigliere indipendente è una figura che deve possedere particolari requisiti volti a garantirne l’autonomia di giudizio e l’imparzialità all’interno del consiglio di amministrazione (cfr. artt. 2409 *septiesdecies*, 2409 *octiesdecies* e 2351 c.c.).<sup>9</sup>

Ricostruttivamente, si esponeva altresì che con l’art. 147 ter del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52”), il consigliere indipendente è stato introdotto per le società quotate e con l’art. 26 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (“Testo Unico Bancario”) e l’art. 76 del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209<sup>10</sup> (“Codice delle assicurazioni private”) la medesima figura è stata prevista per le società bancarie e assicurative. Per quanto attiene l’ambito assicurativo - qui specificamente d’interesse - rileva in particolare il Regolamento dell’Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) del 3 luglio 2018, n. 38 (“Disposizioni in materia di governo societario”) e il decreto del Ministero dello sviluppo economico (di seguito MISE) del 2 maggio 2022, n. 88, entrato in vigore l’11 luglio 2022 e che ha imposto alle compagnie di assicurazione e riassicurazione di dotarsi, all’interno del proprio organo amministrativo, di amministratori indipendenti, mentre con l’art. 7, comma 2, lettera b), ha indicato fra i soggetti in possesso dei requisiti di professionalità richiesti per il ruolo di amministratore con

---

<sup>9</sup> Sull’origine di questa figura nell’ambito del mercato dei capitali, negli ordinamenti di altri Paesi, si v. ex multis MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, n. 1, p. 97 e ss.; GORDON, *The rise of independent directors in the united states, 1950-2005: of shareholder value and stockmarket prices*, in *Stanford law review*, vol. 59, p. 1465 e ss, e MACEY, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton e Oxford, 2008, p. 51 e ss.

<sup>10</sup> GALANTI, ROSATONE, *Il nuovo codice delle assicurazioni private e il futuro della vigilanza sulle assicurazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, I, n. 2, p. 125 e ss.

incarichi non esecutivi (e, dunque, per quello di consigliere indipendente) coloro che hanno esercitato, per almeno tre anni attività di docenza universitaria. La nota del 18 giugno 2019 del MIUR – qualificata dalla parte ricorrente come “circolare” - ha precisato che “l’assunzione di cariche istituzionali e gestionali in società anche a scopo di lucro è consentita liberamente ai docenti a tempo definito e previa autorizzazione del rettore per i docenti a tempo pieno, qualora la carica ricoperta non comporti la titolarità di alcun autonomo potere attribuito per legge o per delega, come per esempio nel caso degli amministratori indipendenti delle società quotate”.

Da questo insieme di dati normativi presupposti, il ricorrente traeva la conclusione nel senso che la nomina del docente quale amministratore indipendente nel consiglio di amministrazione di Itas Vita avrebbe dovuto essere autorizzata dal Rettore perfino nel caso in cui la società interessata fosse considerata a scopo di lucro financo sotto il profilo sostanziale. Per l’effetto, instava per la declaratoria dell’illegitimità del diniego opposto dal Rettore alla richiesta di essere autorizzato ad assumere l’incarico di componente del consiglio di amministrazione di Itas Vita veniva dedotta in ragione della natura dell’incarico di amministratore indipendente, della quale il Rettore non avrebbe tenuto conto.

4. Per una compiuta rappresentazione - che assume in questa sede interesse nella parte in cui scrive, in effetti, un nuovo capitolo della parabola evoluzionistica degli amministratori indipendenti, con particolare riferimento ai settori soggetti a vigilanza prudenziale - è necessario muovere da un punto di partenza per così dire laterale, focalizzato sull’ordinamento della docenza universitaria.

Nella vicenda, l’impostazione avversativa fatta propria dall’Ateneo veniva riconnessa, quanto al fondamento di ordine generale, al principio di esclusività<sup>11</sup> del

---

<sup>11</sup> Al principio di esclusività (in dottrina, per tutti, SAITTA, *Art. 98 Cost.*, in BIFULCO - CELOTTO - OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, 2006, II, p. 1909 e ss.) si riconnette, per vero, anche l’ampio e ormai consolidato filone della giurisprudenza contabile (ex multis, Sez. II app. sent. n. 232/2024) che, con specifico riguardo ai docenti universitari a tempo pieno, ravvisa

rapporto di impiego pubblico affermato dall’art. 98, comma 1, della Costituzione, nonché - in via sistematica - alla conseguente disciplina legislativa ordinaria di dettaglio dettata in materia di incompatibilità con altri rapporti di lavoro o di servizio complessivamente contenuta negli artt. 60 e seguenti del t.u. approvato con d.P.R. 10 gennaio 1957, n. 3 e nell’art. 53 del d.lgs. 30 marzo 2001, n. 165, rimarcando nel contempo che le deroghe al regime di incompatibilità contenute nelle specifiche disposizioni di settore (ivi incluso l’art. 6, comma 10, della legge 30 dicembre 2010, n. 240) e non contemplanti l’assunzione dell’incarico extraistituzionale di cui trattasi, si connotano altresì per la loro eccezionalità.

---

l’illecito amministrativo laddove riscontri lo svolgimento di attività non occasionale, organizzata e non autorizzata, e come tale incompatibile sia con la normativa di riferimento (art. 11, comma 4, lett. a) del DPR n. 382/1980; art. 6, comma 9, della l. n. 240 del 2010) sia con i Regolamenti di Ateneo in cui la prima di regola si riflette.

Nell’ambito di questa casistica, si tende a quantificare il danno collegato all’esercizio di tale attività extraistituzionale incompatibile, svolta in maniera cosciente, volontaria e reiterata e, dunque, dolosa, non quale danno da omesso riversamento dei compensi ricevuti per l’attività extraprofessionale, bensì nelle differenze tra la retribuzione percepita - nell’intervallo temporale volta vola per volta rilevante - relativa al regime di tempo pieno, e la retribuzione che alla medesima persona sarebbe spettata in regime, invece, di tempo definito. La trama argomentativa ricorrente nella giurisprudenza delle sezioni di appello fa leva sullo svolgimento non occasionale di attività (in primis, professionale) non autorizzata né autorizzabile, che – in quanto come tale preclusa ai professori universitari a tempo pieno – ridonderebbe in violazione del divieto inderogabile di cumulo di incarichi e del correlato dovere di esclusività, e sarebbe generativa di un danno presuntivo inerente la sistematica distrazione di energie lavorative all’attività universitaria, connessa alla abitualità, costanza e sistematicità dell’attività esterna eseguita (fra le altre, Sez. I app., sent. n. 281/2022; Sez. II app., sent. n. 349/2022).

Vi sono, naturalmente, anche situazioni particolari. Così, con riferimento all’indennità per l’esclusività del rapporto dei dirigenti medici e veterinari, quale disciplinata in dettaglio dall’art. 42 del CCNL dell’Area relativa alla dirigenza medica e veterinaria 1998 – 2001 dell’8 giugno 2000 (successivamente confermata dagli artt. 10 del CCNL 3 novembre 2005 e 12 del CCNL 6 maggio 2010), il quale ha disposto che “al fine di promuovere il miglioramento qualitativo delle prestazioni sanitarie ed in relazione al conseguimento degli obiettivi del piano sanitario nazionale anche per la razionalizzazione della spesa sanitaria, le parti (...) prevedono l’istituzione di una indennità per l’esclusività del rapporto dei dirigenti medici (...)", secondo la giurisprudenza contabile a siffatta regolazione consegue, in questi casi, che l’esercizio di attività extramoenia non autorizzata rende – a causa di tali automatismi retributivi - la percezione dell’indennità di esclusiva sine titulo, con l’effetto che scatta l’obbligo di restituzione dell’indebito (in termini, Sez. II centr. app., sent. n. 147/2020).

In tema, in termini generali, si v., ex multis, MATTARELLA, *La responsabilità disciplinare dei docenti universitari dopo la legge Gelmini*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n.1/2013, p. 97 e ss.; CARBONE, *La responsabilità erariale del professore universitario per violazione del regime di incompatibilità*, in *Il lavoro nelle pubbliche amministrazioni*, n. 1/2020, p. 124 e ss. e TENORE, *Profili ricostruttivi del procedimento disciplinare nei confronti dei professori universitari a cinque anni dalla riforma Gelmini*, in [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it).

Sul punto, va evidenziato che il più volte citato art. 6, comma 10, della legge 30 dicembre 2010, n. 240, recante “Norme in materia di organizzazione delle università, di personale accademico e reclutamento, nonché delega al Governo per incentivare la qualità e l'efficienza del sistema universitario”, stabilisce, per quanto qui interessa, che “I professori e i ricercatori a tempo pieno possono altresi' svolgere, previa autorizzazione del rettore, funzioni didattiche e di ricerca, nonche' compiti istituzionali e gestionali senza vincolo di subordinazione presso enti pubblici e privati senza scopo di lucro, purche' non si determinino situazioni di conflitto di interesse con l'universita' di appartenenza, a condizione comunque che l'attivita' non rappresenti detrimento delle attivita' didattiche, scientifiche e gestionali loro affidate dall'universita' di appartenenza”.

E il contenuto testuale del citato art. 6, comma 10, non risulta formalmente mutato a seguito dell'intervenuta recezione nell'ordinamento della figura dell'amministratore indipendente all'interno dei consigli di amministrazione delle società di assicurazione.

Dunque, è dal 2010 che nel nostro sistema ordinamentale è stato previsto, espressamente, che - quando non si determinino situazioni di conflitto di interesse con l'università di appartenenza, a condizione comunque che l'attività non rappresenti detrimento delle attività didattiche, scientifiche e gestionali loro affidate dall'università di appartenenza - il docente universitario a tempo pieno può, con l'autorizzazione rettorale, svolgere compiti istituzionali e gestionali senza vincolo di subordinazione presso enti non solo pubblici ma anche privati, purché questi ultimi siano senza scopo di lucro.

5. Chiarito, dunque, il ruolo che nella vicenda - originatosi in ambito accademico, nei termini precisati - svolge l'elemento dell'assenza di scopo lucrativo, nel caso di soggetti privati, occorre ora lumeggiare, naturalmente nei limiti che qui interessano, la figura del consigliere indipendente, per comprendere se e in che

misura vi si possano rinvenire aspetti atti a spiegare effetto su, o comunque a interagire con, detto scopo.

In proposito, con ordinanza collegiale n. 43 del 2023, il TAR Trento ha offerto spunti meritevoli senz’altro di attenzione, osservando anzitutto che, in linea generale, «dall’insieme della disciplina dettata in tema di amministratori indipendenti (cfr. artt. 2409 septiesdecies e 2409 octiesdecies c.c.; art. 147 ter del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; cfr. altresì, segnatamente l’art. 76 del d.lgs. 7 settembre 2005 per le società bancarie e assicurative; cfr. inoltre per le società assicurative il Regolamento dell’Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni - IVASS del 3 luglio 2018, n. 38 e il decreto del MISE n. 88 del 2 maggio 2022, entrato in vigore l’11 luglio 2022 che ha imposto alle compagnie di assicurazione e riassicurazione di dotarsi, all’interno del proprio organo collegiale di amministrazione, di amministratori indipendenti espressamente indicando - per l’appunto - all’art. 7, comma 2, lett. b), tra i soggetti che possono essere preposti a tale incarico anche “coloro che abbiano esercitato, per almeno tre anni, anche alternativamente ... attività d’insegnamento universitario, quali docente di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all’attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare”) si ricava che gli stessi sono istituzionalmente chiamati a vigilare sul perseguitamento dell’interesse sociale da parte degli amministratori esecutivi e a prevenire comportamenti opportunistici o comunque influenzati da interessi extrasociali contribuendo alle determinazioni del consiglio di amministrazione con un giudizio autonomo e non condizionato. Si tratta di un’attività di controllo in parte sovrapponibile a quella dei sindaci, tanto che tale ben particolare categoria di amministratori deve possedere i medesimi requisiti di indipendenza. Tuttavia i medesimi amministratori indipendenti si differenziano nel contempo dagli stessi sindaci poiché questi ultimi non prendono parte alle decisioni del consiglio di amministrazione e non possono influenzarle o impedirle ma solo, eventualmente, impugnarle se contrarie alla legge o allo statuto. Gli amministratori

indipendenti, viceversa, sono a tutti gli effetti amministratori e concorrono direttamente all'assunzione delle deliberazioni dell'organo collegiale di amministrazione del quale sono membri. Per inciso vale considerare che nelle società quotate in borsa agli amministratori indipendenti non possono essere affidati poteri individuali di gestione e che peraltro anche in tali compagni societarie essi, proprio in quanto amministratori, assumono comunque l'obbligo di esercitare in forma collegiale i poteri di gestione propri del consiglio del quale fanno parte.

In definitiva l'indipendenza richiesta agli amministratori indipendenti deve pertanto porsi nei confronti degli amministratori esecutivi, oltreché dei soci di controllo, rilevando in particolare l'autonomia di giudizio e il libero apprezzamento, anche in senso critico, dell'operato del management e degli stessi azionisti di riferimento, nonché - in buona sostanza - lo spessore intellettuale, etico e morale posseduto: caratteristiche, queste, che il regolatore statuale ha ritenuto evidentemente sussistere nella categoria dei docenti universitari con tre anni di attività, atteso che - come dianzi puntualizzato - l'art. 7, comma 2, lettera b), del decreto del Ministero dello sviluppo economico (di seguito MISE) del 2 maggio 2022, n. 88 ha indicato tali soggetti fra quelli in possesso dei requisiti di professionalità richiesti per il ruolo di amministratore con incarichi non esecutivi (e, dunque, per quello di consigliere indipendente).

Giova inoltre soggiungere che a riguardo degli amministratori indipendenti la Commissione Europea con propria Raccomandazione del 15 febbraio 2005 - 2005/162/CE ha osservato che "la presenza di persone indipendenti nel consiglio d'amministrazione, in grado di mettere in discussione le decisioni dei dirigenti, è generalmente considerata un modo per proteggere gli interessi degli azionisti e degli altri interessati. La gestione delle società, allo scopo di garantire che gli interessi di tutti gli azionisti e dei terzi siano protetti, dovrebbe essere soggetta a una funzione di vigilanza efficace e sufficientemente indipendente. Per indipendenza si dovrebbe intendere l'assenza di un conflitto di interessi rilevante".

La circostanza che tale atto della Commissione non sia di per sé vincolante ai sensi dell'art. 288 TFUE, non oblitera peraltro la circostanza che le dianzi richiamate fonti del diritto interno italiano disciplinanti la figura dell'amministratore indipendente da un lato trovano riferimento nella normativa di cui all'articolo 42 della Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione, recepita con decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 74 e, dall'altro, risultano adottate in dichiarata attuazione della delega regolamentare recata dall'art. 76 del codice delle assicurazioni di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, in buona sostanza con ciò mutuando la loro essenza dalle previsioni della norma di rango primaria».

Per completezza, il TAR Trento ha aggiunto che «Posto tutto quanto sopra, sul testo attualmente in vigore dell'art. 6 della legge n. 240 del 2010 non ha inciso - si ribadisce - l'entrata in vigore del Regolamento dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) del 3 luglio 2018, n. 38, recante “Disposizioni in materia di governo societario”, laddove all'art. 5, comma 2, lett. z) dispone che l'organo amministrativo delle società di assicurazione e riassicurazione debba annualmente verificare “che vi sia una presenza numericamente adeguata, in relazione all'attività svolta, di membri indipendenti”, intesi come soggetti “privi di deleghe esecutive” e che “vigilano con autonomia di giudizio sulla gestione sociale, contribuendo ad assicurare che essa sia svolta nell'interesse della società e in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione”. Nè lo stesso articolo di legge ha a tutt'oggi subito modificazioni a seguito dell'entrata in vigore, avvenuta l'1 novembre 2022, dell'anzidetto decreto del MISE n. 88 del 2 maggio 2022, n. 88, recante il “Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali e di coloro che svolgono funzioni fondamentali ai sensi dell'articolo 76, del codice delle assicurazioni, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209” e che all'art. 10 comma 4 reca l'obbligo per le compagnie di

assicurazione e riassicurazione di dotarsi, all'interno del proprio organo amministrativo, di amministratori indipendenti, con la precisazione all'art. 12 che "si considera indipendente il consigliere non esecutivo" mentre - come già si è detto innanzi - l'art. 7, comma 2, lett. b) testualmente ricomprende tra i soggetti in possesso dei requisiti di professionalità richiesti per il ruolo di amministratore con incarichi non esecutivi (e, dunque, per quello di consigliere indipendente) coloro che "hanno esercitato, per almeno tre anni ... attività d'insegnamento universitario, quali docenti di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all'attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare”».

6. Nel respingere, in sede cautelare, uno dei motivi di ricorso, il TAR Trento svolge un interesse trama argomentativa, che merita attenzione.

Anzitutto, chiarendo che non giova valersi, ai fini dell'accoglimento del gravame, della connotazione dichiaratamente "indipendente" dell'incarico che egli andrebbe a ricoprire nell'ambito del consiglio di amministrazione di Itas.

Ciò perché, a normativa vigente, lo scopo di lucro<sup>12</sup> perseguito dalla persona giuridica cui afferisce l'incarico assume di per sé e in via assorbente rilevanza ostantiva, impedendo la compatibilità con il ruolo di docente o di ricercatore a tempo pieno di un tale impegno extraistituzionale.

---

<sup>12</sup> Sullo scopo di lucro, certamente fra le pietre angolari del sistema ordinamentale in tema d'impresa, nonché tra le categorie giuridiche più esposte – in quest'ambito – al cambiamento, si v. almeno MINERVINI, *Contro la "funzionalizzazione" dell'impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, p. 618 e ss.; LIBONATI, *Ordine giuridico e legge economica del mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1540 e ss.; LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1 e ss.; ID., *Sulla nozione di libertà economica*, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 1255 e ss.; ANGELICI, *Note minime sull' "interesse sociale"*, in *BBTC*, 2014, I, p. 255 e ss.; MARASÀ, *L'imprenditore, artt. 2082-2083*, in *Il Codice Civile. Commentario fondato e già diretto da Schlesinger*, continuato da Busnelli e Ponzanelli, Milano, 2021, *sub art. 2082*; TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. società*, 2023, p. 339 e ss.; ID., *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019. Da ultimo, si v. FERRI JR, *Scopo di lucro e sostenibilità*, in DB, 21.2.2025.

In altri termini, ad avviso del TAR, anche qualora l’incarico che il ricorrente intenderebbe svolgere si risolvesse in un ruolo di amministratore con incarichi non esecutivi e, dunque, in quello del cosiddetto consigliere indipendente, la circostanza non varrebbe ad elidere la portata nettamente escludente dello scopo di lucro di cui alle citate previsioni; e, d’altra parte, resta fermo l’inequivoca formulazione letterale dell’art. 6, comma 10, della legge 30 dicembre 2010, n. 240, recante “Norme in materia di organizzazione delle università, di personale accademico e reclutamento, nonché delega al Governo per incentivare la qualità e l’efficienza del sistema universitario”, che, come già accennato, non risulta essere stata oggetto di modificazione anche a seguito dell’entrata in vigore del Regolamento IVASS del 3 luglio 2018, n. 38 (“Disposizioni in materia di governo societario”) nonché del decreto del Ministero dello sviluppo economico (di seguito MISE) del 2 maggio 2022, n. 88.

Non solo, dunque, la pretesa di parte ricorrente è stata ritenuta in tutta evidenza non ammissibile laddove postulerebbe un effetto ermeneuticamente di fatto abrogativo in parte qua della disciplina contenuta nello stesso art. 6, comma 10, della legge 30 dicembre 2010, n. 240 a seguito della sopravvenienza dei suddetti Regolamento IVASS e decreto del MISE, ma ad avviso dei giudici trentini neppure avrebbe potuto, sempre in tal senso, assumere rilievo il richiamo alla cosiddetta “circolare” del 18 giugno 2019 con cui il MIUR aveva testualmente precisato che “l’assunzione di cariche istituzionali e gestionali in società anche a scopo di lucro è consentita liberamente ai docenti a tempo definito e previa autorizzazione del rettore per i docenti a tempo pieno, qualora la carica ricoperta non comporti la titolarità di alcun autonomo potere attribuito per legge o per delega, come per esempio nel caso degli amministratori indipendenti delle società quotate”.

Ciò, chiarisce l’ordinanza, non solo per la dubbia riconducibilità di tale nota, nella specie, alla categoria degli atti aventi natura di circolari,<sup>13</sup> atteso che – seppur

---

<sup>13</sup> Riguardo a questa peculiare categoria attizia, è come noto ormai consolidato in giurisprudenza l’orientamento secondo il quale «le circolari costituiscono atti diretti agli organi ed uffici periferici

effettivamente assumendo la compatibilità dell'incarico di consigliere indipendente anche nelle società aventi scopo di lucro per il personale docente universitario assoggettato alla disciplina pubblicistica di cui all'art. 3, comma 2, del d.lgs. 30 marzo 2001, n. 165 – trattavasi piuttosto della mera risposta ad un quesito indirizzata dall'allora Capo Dipartimento per la Formazione Superiore e per la Ricerca del MIUR da una delle sigle sindacali rappresentative dei Professori Universitari e Ricercatori. Quanto, in via del tutto assorbente, perché secondo una consolidata giurisprudenza (ex multis, Consiglio di Stato, Sez. III, 1° dicembre 2016, n. 5047), anche le cc.dd. circolari interpretative di disposizioni di legge sono, in linea di principio, atti interni finalizzati ad uniformare l'azione degli organi amministrativi rimanendo privi di effetti esterni, con la conseguenza che esse non prevalgono su di una disposizione regolamentare assolutamente chiara, né assumono carattere vincolante per il Giudice.

In conclusione, il TAR Trento ha sancito che sulla disciplina di settore valevole per i docenti universitari a tempo pieno, ancorata per quanto qui interessa all'assenza di scopo lucrativo ove si tratti di enti privati, non ha ex se la forza di prevalere la sopravvenuta implementazione della figura di consigliere indipendente nell'ambito delle società assicurative, quale intervenuta con l'art. 76 del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 - Codice delle assicurazioni private.

7. La vicenda qui attenzionata non si è esaurita nella summenzionata ordinanza collegiale del TAR Trento.

---

ovvero sotto ordinati e che non hanno di per sé valore normativo o provvedimentale o comunque vincolante per i soggetti estranei all'Amministrazione. Per gli organi e uffici destinatari delle circolari, queste ultime sono vincolanti solo se legittime, di talché è doverosa, da parte degli stessi, la disapplicazione delle circolari che siano "contra legem". Ne consegue che le circolari non rivestono una rilevanza determinante nella genesi dei provvedimenti che ne fanno applicazione, per cui i soggetti destinatari di questi ultimi non hanno alcun onere di impugnare la circolare, ma possono limitarsi a contestarne la legittimità al solo scopo di sostenere che gli atti applicativi sono illegittimi perché hanno applicato una circolare illegittima che si sarebbe dovuta invece disapplicare» (così, da ultimo, TAR Toscana, sent. sez. II, 29.4.2024, n. 517).

Per un verso, con la sentenza n. 3 del 2024 la Corte costituzionale ha dichiarato inammissibile la questione di legittimità costituzionale sollevata dal TAR Trento (id est, prospettata disparità di trattamento, in punto di accessibilità agli incarichi di che trattasi, fra docenti delle università statali e docenti, invece, delle università non statali<sup>14</sup>), sempre con l’ordinanza collegiale n. 43 del 2023.

Per altro verso, è nel frattempo mutato il quadro regolatorio di riferimento. In particolare, con il comma 2-bis dell’art. 9 del d.l. n. 44 del 2023, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 giugno 2023, n. 74, è stato aggiunto, all’art. 6 della legge n. 240 del 2010, il comma 10-bis, con il quale si prevede la possibilità per i professori e i ricercatori a tempo pieno di svolgere, «previa autorizzazione del rettore, incarichi senza vincolo di subordinazione presso enti pubblici o privati anche a scopo di lucro, purché siano svolti in regime di indipendenza» e purché sussistano talune specifiche condizioni negative (assenza di esercizio di poteri esecutivi individuali, di situazioni di conflitto di interesse con l’università di appartenenza e di detimento per le attività didattiche, scientifiche e gestionali dalla stessa affidate).

Con il successivo comma 2-ter, poi, è stata introdotta una disposizione di interpretazione autentica avente ad oggetto il comma 10 dell’art. 6 della legge n. 240

---

<sup>14</sup> Il Collegio ha argomentato nel senso che «allo stato dell’attuale contesto normativo sussista con riguardo all’assunzione dell’incarico extraistituzionale di consigliere indipendente presso le compagnie di assicurazione una ben evidente disparità di trattamento tra il personale docente delle Università statali e le rimanenti categorie di docenti universitari, ingiustificata ed irragionevole nonché incompatibile con la libertà della scienza e del suo insegnamento ed altresì in-conciliabile con l’autonomia ordinamentale di ciascun Ateneo che ne deriva e quindi ritiene nella specie non manifestamente infondata la violazione del parametro costituzionale di cui all’art. 3 Cost. in combinato disposto con l’art. 33 Cost. Tenuto pertanto conto, oltreché della non manifesta infondatezza della questione anche della rilevanza della stessa ai fini di dirimere la controversia di cui al ricorso in epigrafe, nonché della ritenuta inammissibilità di una interpretazione adeguatrice e conforme a Costituzione il Collegio reputa quindi di sollevare d’ufficio la questione di legittimità costituzionale dell’art. 6, comma 10, della legge 30 dicembre 2010, n. 240, recante “Norme in materia di organizzazione delle università, di personale accademico e reclutamento, nonché delega al Governo per incentivare la qualità e l’efficienza del sistema universitario” nella parte in cui non consente di assumere l’incarico di consigliere indipendente in società a scopo di lucro a coloro che - come previsto dal predetto decreto del MISE - hanno esercitato, per almeno tre anni, “attività d’insegnamento universitario, quali docenti di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all’attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare».

del 2010, a norma della quale «il primo periodo del comma 10 dell’articolo 6 della legge 30 dicembre 2010, n. 240, con specifico riferimento alle attività di consulenza, si interpreta nel senso che ai professori e ai ricercatori a tempo pieno è consentito lo svolgimento di attività extra-istituzionali realizzate in favore di privati o enti pubblici ovvero per motivi di giustizia, purché prestate senza vincolo di subordinazione e in mancanza di un’organizzazione di mezzi e di persone preordinata al loro svolgimento, fermo restando quanto previsto dall’articolo 23-ter del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214».

Questi elementi di novità offrono l’occasione per una rilettura complessiva del tema, alla luce delle sue diversificate implicazioni.

8. Riassumendo, con la novella del 2023 si è passati da un assetto nel quale, ai fini che qui rilevano, non era normativamente consentito ai docenti universitari a tempo pieno di assumere l’incarico di consigliere indipendente<sup>15</sup> in società a scopo

---

<sup>15</sup> La letteratura in materia di amministratori indipendenti nelle società di capitali è amplissima. E per vero in essa si registrano posizioni diversificate rispetto a detta figura, specie con riguardo al significato stesso del loro ruolo in seno alla compagine societaria. In particolare, da un lato vi è chi rileva come “nel sistema italiano l’amministratore “indipendente” per antonomasia sarebbe quello nominato dalle minoranze” (STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di Corporate Governance e risparmio gestito*, in *Assogestioni, La Corporate governance e il risparmio gestito*, 2006, p. 13, consultabile sul sito [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it), nonché PRESTI, MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito o realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *AGE*, 2003, I, p. 111 e ss.; VELLA, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in *Banca, impr., soc.*, 2004, p. 463 e ss. e RONDINONE, *Sui principi della riforma in materia di composizione e ripartizione delle competenze nell’organo amministrativo delle società per azioni*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di BENAZZI, GHEZZI, PATRIARCA, Bologna, Il Mulino, 2002, 182). In senso contrario, si v. invece COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2010, p. 369, per il quale è evidente la “non coincidenza fra le nozioni di amministratore nominato dalla minoranza e amministratore indipendente, essendo l’indipendenza una qualità, legislativamente o convenzionalmente fissata, che può essere posseduta anche dagli amministratori nominati dal socio di maggioranza”. Da ultimo, si v. SABINO, “*Prerogative amministrative*” degli strumenti finanziari partecipativi e implicazioni di governo dell’impresa: problemi e ipotesi in una prospettiva di diritto comparato, in *Riv. società*, 2024, p. 95 ss., ove fra l’altro si riporta la posizione assunta, con la Massima n. 195, dal Consiglio Notarile di Milano (reperibile al link: <https://www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa/195/>), secondo il quale è legittima la clausola statutaria «che stabilisca che le deliberazioni del consiglio di amministrazione di S.p.A. (...) siano validamente assunte solo se, oltre al quorum stabilito dalla legge o dallo statuto, ricorra anche il voto favorevole, o non ricorra il voto contrario, di uno o più determinati amministratori, individuati in virtù della carica che ricoprono o della “provenienza” della loro nomina o di altri idonei criteri di determinazione».

di lucro (sebbene avessero - come previsto dal predetto decreto del MISE - esercitato, per almeno tre anni, “attività d’insegnamento universitario, quali docenti di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all’attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare”), ad un assetto opposto.

Da quest’angolazione, ha all’evidenza trovato corrispondenza nell’innovazione legislativa il punto di contraddizione colto nell’ordinanza collegiale n. 43 del 2023 (nella parte in cui ha rimesso alla delibazione del Giudice delle leggi la prospettata questione di disparità di trattamento fra docenti di atenei di differente natura) laddove ha dedotto l’assenza di logicità ordinamentale insita nell’aver disposto la presenza della figura degli amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione delle società di assicurazione (art. 10, comma 4, del decreto del MISE del 2 maggio 2022, n. 88 secondo cui “Nell’organo amministrativo e nei relativi comitati endo-consiliari è assicurata la presenza di una quota di esponenti in possesso dei requisiti di indipendenza di cui all’articolo 12”, il quale a sua volta precisa che “Si considera indipendente il consigliere non esecutivo”) e nell’aver altresì espresso un favor rispetto alla categoria dei docenti universitari, in quanto riconosciuti fra i soggetti in possesso dei requisiti di professionalità richiesti per il ruolo di amministratore con incarichi non esecutivi e, dunque, per quello di amministratore indipendente (art. 7, comma 2, lettera b), del decreto del MISE del 2 maggio 2022, n. 88 che ha indicato per il ruolo coloro che hanno esercitato, per almeno tre anni, “attività d’insegnamento universitario, quali docenti di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all’attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare”), senza aver tuttavia conseguentemente adeguato l’art. 6, comma 10, della legge 30 dicembre 2010, n. 240.

---

In tema si v. anche, se si vuole, il mio *Indipendenza di giudizio e autovincolo nelle nomine pubbliche fiduciarie*, Roma, 2023, spec. p. 75 e ss. e 145 e ss.

Chè di questo, in definitiva, si è trattato. Di adeguamento - attraverso il già citato comma 2-bis dell'art. 9 del d.l. n. 44 del 2023, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 giugno 2023, n. 74 - della disciplina più risalente (quella contenuta nella legge n. 240 del 2010) a quella più recente (decreto del MISE del 2 maggio 2022, n. 88)<sup>16</sup>, per quanto concerne le assicurazioni private.

Sul punto, è da evidenziare che – nella più volta citata ordinanza collegiale – il TAR Trento ha fatto presente che non «va sottaciuta la circostanza che l'inserzione della figura dell'amministratore indipendente è stata attuata dal regolatore nel contesto di un ordinamento tipicamente settoriale, quale è quello proprio delle assicurazioni private, che è indubbiamente funzionale al perseguitamento di un pubblico interesse, segnatamente evidenziato dalle previsioni normative di apposite "linee di politica assicurativa determinate dal Governo" (cfr. art. 4 del Codice delle assicurazioni private approvato con l'anzidetto d.lgs. n. 209 del 2005 e successive modifiche), nonché di "funzioni di vigilanza sul settore assicurativo mediante l'esercizio dei poteri di natura autorizzativa, prescrittiva, accertativa, cautelare e repressiva" esercitate dall'IVASS sulle imprese vigilate (cfr. ibidem, art. 5, comma 1): il tutto al fine di garantire la "prudente gestione delle imprese" medesime, nonché "la trasparenza e la correttezza dei comportamenti" delle stesse (cfr. ibidem, comma 3), "l'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative" (cfr. ibidem, art. 3) e - non ultima - anche "la stabilità del sistema e dei mercati finanziari" (cfr. ibidem)». Aggiungendo che «nel contesto testè descritto, risulta dunque con ogni evidenza il ruolo latu sensu ausiliario rispetto al perseguitamento di tali fini di pubblico interesse che gli amministratori indipendenti assolvono all'interno delle compagnie societarie di cui sono chiamati a far parte; e, conseguentemente, si dimostra del tutto coerente la scelta del regolatore che ha individuato nei docenti universitari una categoria particolarmente appropriata per

---

<sup>16</sup> Cfr. MILLI, *Brevi considerazioni sui requisiti degli esponenti aziendali degli enti assicurativi alla luce del Decreto MISE del 2 maggio 2022 n. 88*, in *DB*, 23.3.2023 ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)).

ricoprire tale ruolo, che per certo postula il professionale possesso di cognizioni di “scienza” essenzialmente “libera” da qualsivoglia vincolo di interesse particolare, come - per l’appunto - dispone in via generale l’art. 33 Cost. Lo stesso regolatore, improntando le proprie disposizioni normative al contenuto di tale articolo della Legge fondamentale della Repubblica, non ha di per sé discriminato il contributo di “scienza” che può essere complessivamente offerto al riguardo dal corpo della docenza universitaria, senza distinzioni di sorta: e tale coerenza va - per l’appunto - ora necessariamente garantita, nella sua sistematicità, nell’ambito - all’evidenza condizionante - della fonte normativa immediatamente sovraordinata, ossia quella della legge».

Dalla novella legislativa, e dagli argomenti spesi dal TAR Trento, discende, per vero, la possibilità di svolgere alcune brevi ulteriori considerazioni.

La prima, attiene al significato della stessa implementazione della figura dell’amministratore indipendente nel contesto di un ordinamento tipicamente settoriale, quale è quello proprio delle assicurazioni private. Detta figura, per i giudici amministrativi trentini, «è indubbiamente funzionale al perseguitamento di un pubblico interesse». Anzi, il TAR Trento si spinge a parlare, come si è visto, di ruolo latu sensu ausiliario rispetto al perseguitamento di tali fini di pubblico interesse che gli amministratori indipendenti assolvono all’interno delle compagnie societarie di cui sono chiamati a far parte, suffragato dalle previsioni normative di apposite “linee di politica assicurativa determinate dal Governo” (cfr. art. 4 del Codice delle assicurazioni private approvato con l’anzidetto d.lgs. n. 209 del 2005 e successive modifiche), nonché di “funzioni di vigilanza sul settore assicurativo mediante l’esercizio dei poteri di natura autorizzativa, prescrittiva, accertativa, cautelare e repressiva” esercitate dall’IVASS sulle imprese vigilate (cfr. ibidem, art. 5, comma 1): il tutto al fine di garantire la “prudente gestione delle imprese” medesime, nonché “la trasparenza e la correttezza dei comportamenti” delle stesse (cfr. ibidem, comma 3), “l’adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni

assicurative" (cfr. *ibidem*, art. 3) e - non ultima - anche "la stabilità del sistema e dei mercati finanziari" (cfr. *ibidem*)».

E qui in astratto potrebbe anche porsi – trasponendo la questione dal piano specifico a quello generale - il tema del se questa correlazione con l'interesse pubblico sussista, e – forse, soprattutto - sussista identicamente, per il consigliere indipendente delle assicurazioni private,<sup>17</sup> da un lato, e, dall'altro lato, per

---

<sup>17</sup> Ma lo stesso è a dirsi, evidentemente, nel caso di sua previsione con riferimento ad altre tipologie di imprese soggette a vigilanza prudenziale secondo i diversi ordinamenti sezionali (si pensi, riguardo al comparto bancario, a quanto previsto dalla Circolare n. 285 del 2013 e dal Regolamento del 5.12.2019 della Banca d'Italia: in tema, da ultimo, cfr. ABATE, *Gli amministratori "indipendenti" di intermediari vigilati*, in *DB*, 5.11.2024, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)).

In tema, a lumeggiare utilmente il ruolo degli amministratori indipendenti negli ambiti d'impresa soggetti a vigilanza prudenziale sta per vero una consolidata giurisprudenza di legittimità in tema di consiglieri non esecutivi degli istituti bancari, orientata nel senso che "se, in virtù della modifica dell'art. 2392 c.c., avvenuta a seguito della riforma delle società di capitali del 2003, gli amministratori privi di deleghe (cd. non operativi) non sono più sottoposti ad un generale obbligo di vigilanza, tale da trasmodare di fatto in una responsabilità oggettiva, per le condotte dannose degli altri amministratori, ma rispondono solo quando non abbiano impedito fatti pregiudizievoli di quest'ultimi in virtù della conoscenza - o della possibilità di conoscenza, per il loro dovere di agire informati ex art. 2381 c.c. - di elementi tali da sollecitare il loro intervento alla stregua della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze (in questi termini Cass. 17441/16), va tuttavia considerato, per contro, che, nell'ordinamento sezionale del credito, il dovere di agire informati si connota con caratteristiche di particolare incisività, perché si inscrive in una sfera di responsabilità dell'amministratore che non è soltanto quella, di natura contrattuale, di cui il medesimo è gravato nei confronti dei soci della società ma è anche quella, di natura pubblicistica, di cui il medesimo è gravato nei confronti dell'Autorità di vigilanza. Questa Corte, infatti, non ha mancato di sottolineare che, ai fini del contenimento del rischio creditizio nelle sue diverse configurazioni nonché dell'organizzazione societaria e dei controlli interni, in capo al consiglio di amministrazione delle società bancarie sono posti doveri di particolare pregnanza, che riguardano l'intero organo collegiale e, dunque, anche i consiglieri non esecutivi, i quali sono tenuti ad agire in modo informato e, in ragione dei loro requisiti di professionalità, ad ostacolare l'evento dannoso, sicché rispondono del mancato utile attivarsi (cfr. Cass. 22848/15). Nelle sentenze nn. 2737/13, 5606/19 e 24851/19 si è poi ulteriormente precisato che, in tema di sanzioni amministrative previste dal D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 144, il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dall'art. 2381 c.c., commi 3 e 6 e art. 2392 c.c., non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacchè anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del "business" bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche ai fini dell'esercizio dei poteri, spettanti al consiglio di amministrazione, di direttiva o avocazione concernenti operazioni rientranti nella delega. Ne consegue che il consigliere di amministrazione non esecutivo di società per azioni, in conformità al disposto dell'art. 2392 c.c., comma 2, che concorre a connotare le funzioni gestorie tanto dei consiglieri non esecutivi, quanto di quelli esecutivi, è solidalmente responsabile della violazione commessa quando non intervenga al fine di impedirne il

l'amministratore indipendente caratterizzato da assenza di finalità esecutive e gestionali introdotto nell'ordinamento dalla riforma societaria di cui al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6,<sup>18</sup> quale figura, più generale, che deve possedere particolari requisiti volti a garantirne l'autonomia di giudizio e l'imparzialità all'interno del consiglio di amministrazione (cfr. artt. 2409 *septiesdecies*, 2409 *octiesdecies* e 2351 c.c.).<sup>19</sup>

---

compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose (Sez. 2, Sent. n. 19556 del 2020).” (così, Cass., sez. II civ., sent. 5.3.2021, n. 6199).

Più di recente, con sentenza n. 15685 del 2024, la sez. II civile della Cassazione ha ripreso il punto insistendo sui doveri di particolare pregnanza che sorgono in capo al consiglio di amministrazione di una società bancaria, “che riguardano l'intero organo collegiale e, dunque, anche i consiglieri non esecutivi, i quali sono tenuti ad agire in modo informato e, in ragione dei loro requisiti di professionalità, ad ostacolare l'evento dannoso, sicché rispondono del mancato utile attivarsi (fra le tante, Cass. n. 24851, n. 24081 e n. 16323 del 2019)”, giacché sebbene nella loro qualità di “consiglieri indipendenti” rivestita in seno all'organo amministrativo, “anche, infatti, gli amministratori indipendenti sono comunque “amministratori”, dotati di tutte le prerogative e gravati dei doveri tipici di questo ufficio, muniti di una competenza generale sul governo della società, parimenti incaricati di funzioni di management, di direzione e anche di controllo interno, sicché la loro “indipendenza” non li rende per ciò solo estranei alle dinamiche gestionali. Anzi, gli amministratori indipendenti cumulano le tipiche attribuzioni gestorie stricto sensu alle precipue competenze di monitoraggio dell'attività degli esecutivi, al punto che il loro ruolo attivo essenziale attiene proprio alla verifica dell'operato degli altri amministratori e dei manager, per evitare che vengano commessi abusi da parte di chi esercita il potere all'interno della società ed assicurare che la medesima società persegua nello svolgimento della propria attività i principi di trasparenza e correttezza. Resta quindi confermata pure per gli “amministratori indipendenti” l'interpretazione giurisprudenziale in forza della quale “a fronte di una vicenda di assoluta rilevanza per la gestione della società” - quale un'offerta al pubblico finalizzata ad un aumento di capitale - sussiste “in capo all'intera compagine amministrativa il dovere di attivarsi, e perciò la connessa rilevanza della loro condotta omissiva nella causazione dell'illecito” (Cass. n. 18846 del 2018).”.

<sup>18</sup> Su questa figura, sul piano generale, restano essenziali gli scritti di FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director*, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, Quaderni Assogestioni, 2006, p. 35; MARCHETTI, *L'indipendenza degli amministratori*, *op. ult. cit.*, p. 17 e ss.; FERRO-LUZZI, *Indipendente...da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 209; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 270 e ss.; FERRARINI e GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 589 e ss. In tema, si v. anche, se si vuole, il mio *Indipendenza di giudizio e autovincolo nelle nomine pubbliche fiduciarie*, Roma 2023.

<sup>19</sup> Quella dell'amministratore indipendente resta ad ogni modo una figura controversa, sul piano ordinamentale. Riassume bene il punto PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. societario*, 2008, p. 247 e ss., osservando che “nel mondo anglosassone è consolidato il ricorso al modello monistico, ad un modello cioè che attribuisce compiti di controllo ad un (unico) organo dotato anche di compiti amministrativi, mentre da noi è storicamente consolidata la netta separazione fra la funzione di amministrazione e quella di controllo, affidate infatti a due organi distinti, composti da diversi soggetti. Nella nostra tradizione il controllo è non solo esterno, ma in posizione tendenzialmente conflittuale con l'amministrazione e quest'ultima si presentava, sino ad ora, come un monolite privo di diversificazioni interne. Nel modello monistico, consolidato nel mondo

Non appare ozioso domandarsi, poi, se l'assetto venutosi a creare, per effetto della novella del 2023, con specifico riferimento alle assicurazioni private, non dia adito a nuove e diverse situazioni di squilibrio ordinamentale.

---

anglosassone, l'amministrazione comprende invece due aspetti, la gestione operativa, svolta dai managers di cui si è detto innanzi, ed il controllo, svolto da amministratori non esecutivi. Dunque in un caso l'esigenza di indipendenza di alcuni amministratori sorge quale conseguenza pressoché spontanea di un ruolo bivalente, non esecutivo, ma pur sempre amministrativo, nell'altro caso (il nostro) quell'esigenza sorge con l'emersione (più in fatto che in diritto) di un ruolo sinora sconosciuto e non ancora sufficientemente delineato, che da un lato non può essere di mero e "vero" controllo (spettando quest'ultimo ai componenti di un distinto organo) e dall'altro distingue operativamente chi lo ricopre dagli altri componenti dello stesso organo cui anch'egli appartiene. Sicché presso di noi è culturalmente difficile comprendere il significato di un ruolo che sia amministrativo, ma non esecutivo, che abbia finalità di verifica, ma non invada i compiti dell'organo istituzionalmente deputato alla funzione di controllo; ed è altresì e soprattutto difficile, a monte, reperire o formare, dall'oggi al domani, professionalità per così dire "anfibie", cui poi richiedere il requisito dell'indipendenza". Naturalmente, il riferimento all'amministratore o al consigliere indipendente non ha sempre un identico sottostante. In particolare, la sola assonanza tassonomica non è sufficiente a fondare equazioni semplicistiche fra situazioni (imprese private soggette a sistema di vigilanza in quanto operanti in specifici settori) e situazioni (imprese private non soggette a vigilanza ma aventi date altre caratteristiche). Per ciò che qui più interessa, non è da dare per scontato che questa figura, sebbene contraddistinta da un nome identico (o quasi) sia anche prevista a presidio, nei due distinti casi, del medesimo interesse superindividuale. Intanto, perché nel primo caso l'interesse non travalica semplicemente la sfera individuale, ma si fa "generale" in senso proprio. E, come tale, pubblico (da qui, l'esigenza della vigilanza prudenziale il cui esercizio è rimesso ad organismi pubblici contraddistinti da peculiari caratteristiche, ivi inclusa una data distanza dalle autorità governative). Diversamente, nel secondo caso, per quanto sia anch'esso travalicante quella sfera, l'interesse sotteso attiene semplicemente ad un ambito più vasto, ma che interessa categorie pur sempre determinate o determinabili (per rifarsi all'ipotesi più lontana, e comunque "esterna", si pensi ai creditori sociali), non già la generalità dei consociati.

Sulla diversificata portata degli interessi protetti negli ambiti d'impresa soggetti a vigilanza prudenziale, si v. almeno CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Milano, 1978; GALGANO, diretto da, *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. I - La costituzione economica, Padova, 1977; NIGRO, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969; CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 1998, CASTIELLO D'ANTONIO, *La riforma della legge bancaria. Profili giuspubblistici*, Torino, 1993; POLICE, *L'incerta natura delle "deliberazioni" interministeriali in materia di vigilanza regolamentare*, in *BBTC*, 1996, p. 4 e ss.; PICOZZA, *Diritto pubblico dell'economia*, Rimini, 1998; TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1993; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007; MERUSI, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca impresa società*, 2006, p. 1 e ss.; MINERVINI, *La Banca d'Italia, oggi*, in *BBTC*, 2006, I, p. 619 e ss.; SICLARI, *Gli intermediari bancari e finanziari tra regole di mercato e interesse pubblico*, Napoli, 2011; CABIDDU, *Concentrazioni bancarie e posizione degli utenti: il giudizio amministrativo rimane chiuso agli interessi di fatto*, in *BBTC*, 2000, p. 489 e ss.; MONTEDORO, *Procedimento e processo nella riforma sul risparmio*, in AA.VV., *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2006, e, più di recente, ANTONUCCI, *Gli strumenti di tutela meta-individuale e collettiva dell'utente finanziario*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 519 e ss.

In particolare, quanto affermato dal TAR Trento riguardo al ruolo “*latu sensu* ausiliario rispetto al perseguitamento di tali fini di pubblico interesse che gli amministratori indipendenti assolvono all’interno delle compagini societarie di cui sono chiamati a far parte; e, conseguentemente, si dimostra del tutto coerente la scelta del regolatore che ha individuato nei docenti universitari una categoria particolarmente appropriata per ricoprire tale ruolo”, non sembra poter valere solo per le assicurazioni private. Detto altrimenti, una volta riconosciuta *ex lege* questa peculiare attitudine ai docenti universitari che abbiano esercitato, per almeno tre anni, “attività d’insegnamento universitario, quali docenti di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all’attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare”, perché essa non dovrebbe spiegare effetto anche in quegli ulteriori ambiti soggetti a vigilanza<sup>20</sup> e governati da ordinamenti sezionali<sup>21</sup> orientati a garantire, anzitutto, la sana e prudente gestione<sup>22</sup> delle imprese di settore?<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Il riferimento è da intendersi fatto, naturalmente, anzitutto al settore creditizio, riguardo all’evoluzione del quale si v. almeno GIANNINI, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova, 1940, II, p. 726 e ss.; CAPRIGLIONE, *Ordinamento comunitario, disciplina bancaria e regioni a statuto speciale*, Roma, Banca d’Italia, 1985; PORZIO, *Dall’ordinamento bancario all’ordinamento finanziario*, in AA.VV., *La nuova legge bancaria. Prime riflessioni sul testo unico in materia bancaria e creditizia*, a cura di RISPOLI FARINA, Napoli, 1995, p. 21 e ss.; AA.VV., *Il nuovo testo unico delle leggi bancarie e l’ordinamento sezionale del credito*, in AA.VV., *Le banche: regole e mercato dopo il Testo Unico delle leggi creditizie*, a cura di AMOROSINO, Milano, 1995, e, più di recente, CLARICH, *La disciplina del settore bancario in Italia: dalla legge bancaria del 1936 all’Unione bancaria europea*, in *Giur. comm.*, 2019, p. 32 e ss. e SICLARI, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla ‘neutralizzazione’ dell’indirizzo politico sul mercato all’unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubb. comunitario*, 2016, p. 189 e ss.

<sup>21</sup> Per tutti, GIANNINI, *Il nuovo testo unico delle leggi bancarie e l’ordinamento sezionale del credito*, in AA.VV., *Le banche: regole e mercato dopo il Testo Unico delle leggi creditizie*, a cura di AMOROSINO, cit.; AMOROSINO, *Gli ordinamenti sezionali: itinerari di una categoria teorica. L’archetipo del settore creditizio*, in *Dir. ec.*, 1995, p. 2 e ss.; ID., *È ancora il credito un ordinamento sezionale?*, in *L’ordinamento amministrativo del credito*, Roma, Presidenza del Consiglio dei Ministri, 1995.

<sup>22</sup> Ex multis, DESIDERIO, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. Economia ass.*, 2010, 2, p. 309 e ss. Ed ancora, SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 2017, p. 131 e ss.

<sup>23</sup> Per SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2009, p. 45, “La vigilanza sui mercati finanziari da parte dei pubblici poteri e la relativa regolazione

Infine, occorre interrogarsi sul senso ultimo della previsione contenuta nel decreto del MISE del 2 maggio 2022, n. 88.

In particolare, l'attitudine che esso riconosce in capo ai docenti universitari che abbiano esercitato, per almeno tre anni, "attività d'insegnamento universitario, quali docenti di prima o seconda fascia, in materie giuridiche o economiche o in altre materie comunque funzionali all'attività del settore assicurativo, creditizio, finanziario o mobiliare", è da considerare una presunzione relativa o assoluta? Prima ancora, è il caso di domandarsi che relazione intercorra fra la categoria di appartenenza (a prescindere, dunque, dal requisito dell'expertise almeno triennale), da un lato, e, dall'altro lato, l'attributo dell'indipendenza?

Su quest'ultimo punto, mette conto evidenziare un passaggio dell'ordinanza collegiale del TAR Trento, in particolare laddove si giudica «del tutto coerente la scelta del regolatore che ha individuato nei docenti universitari una categoria particolarmente appropriata per ricoprire tale ruolo, che per certo postula il professionale possesso di cognizioni di "scienza" essenzialmente "libera" da qualsivoglia vincolo di interesse particolare, come - per l'appunto - dispone in via generale l'art. 33 Cost.» Si tratta, a ben vedere, dell'assunzione (se non della reinterpretazione) della figura del docente universitario non semplicemente quale portatrice *ex se* di appropriati standard di conoscenza rispetto ai tecnicismi tipici della gestione delle assicurazioni private (per restare al caso di specie), ma – anche – quale contraddistinta, naturaliter, da appropriati standard di indipendenza, in ragione (o, se si preferisce, per riflesso) del carattere libero della scienza,<sup>24</sup> *ex art. 33 Cost.*

---

sono necessarie per assicurare l'efficienza e l'affidabilità di tali mercati essenziali per il funzionamento delle economie dei Paesi più sviluppati, onde poter prevenire le disfunzioni che vi si possano verificare e i conseguenti rischi sistematici capaci di provocare reazioni a catena dannose per l'intero sistema economico".

<sup>24</sup> Tema amplissimo, oggetto di una letteratura risalente (anche a prima dell'avvento della Costituzione repubblicana) e molto vasta, da ORLANDO, *Principi di diritto amministrativo*, Firenze, 1915, pp. 127-128 a CARINCI, *La riforma del pubblico impiego*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1999, p. 192.

Ne risulta, per tal via, il tratteggio di una categoria professionale pubblica che si distingue – ai fini specifici della partecipazione alla gestione delle assicurazioni private (con prospettive, per quanto detto, di apertura almeno verso altri ambiti d’impresa soggetti a vigilanza prudenziale) – perché, in ragione per così dire del suo DNA ordinamentale, non solo “sa”, ma “sa essere”. Si sancisce, detto altrimenti, l’attitudine intrinseca degli appartenenti ad essa (pur quando, naturalmente, a tempo definito, anziché pieno) all’equidistanza, seppur condizionatamente all’ulteriore requisito di una dimostrabile esperienza d’insegnamento accademico almeno triennale. Il che, volendo, prelude a ulteriori interrogativi (essi pure, per così dire, di sistema), atteso che se si accedesse all’idea che la disposizione di cui al decreto del MISE del 2 maggio 2022, n. 88 rechi una presunzione assoluta di indipendenza per il fatto in sé dell’appartenenza alla categoria del docente universitario di ruolo, ne discenderebbe la paradossale conseguenza dell’impossibilità, per quanti vi rientrino, di accettare per ciò solo incarichi all’interno di cda in dichiarata rappresentanza di interessi di parte (si pensi, ad esempio, all’inserimento in una lista di minoranza nei casi in cui risulti applicabile il voto di lista).<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Sull’ampio argomento, ex multis, PASSADOR, *A quindici anni dall’introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, I, p. 1158 e ss.; CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2018, *passim*; CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 858 e ss.; ALVARO, MOLLO, SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell’organo di amministrazione delle società quotate*. *Quaderni giuridici Consob*, n. 1, Roma, novembre 2012, p. 13 e ss.; STELLA RICHTER JR, *Sulla composizione e sulla elezione dell’organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 51 e ss.; ID., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell’organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 36 e ss. e in *Studi per Franco Di Sabato*, vol. IV, tomo II, Napoli, 2009, p. 523 e ss.; VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 205 e ss.; NOTARI, STELLA RICHTER JR, *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Società*, 2006, p. 533 e ss.; ABBADESSA, *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, 2005, p. 280 e ss. Interessante anche il contributo di ASSONIME alla discussione (Il ruolo del board nel processo di nomina degli amministratori: dall’autovalutazione alla presentazione delle liste dei candidati, in *Interventi - ciclo seminari sulla corporate governance*, 15 marzo 2022).

Alla luce di questa considerazione, appare più ragionevole ritenere non soltanto che quella in parola inveri, piuttosto, un'ipotesi di presunzione relativa, ma, soprattutto, che la relativa condizione soggettiva sia volontariamente rinunciabile, anche in modo selettivo, da ciascun interessato. In buona sostanza, il docente universitario di ruolo – s'intende, se non a tempo pieno, ostendovi altrimenti l'art. 6, comma 10-bis, della legge n. 240 del 2010 – potrebbe, sempre esemplificando, risultare (per così dire, naturaliter) amministratore indipendente con riferimento ad un'impresa operante nel segmento delle assicurazioni private, e, al contempo, amministratore non indipendente con riguardo ad altra società, operante in settori differenti ma rientrante nei tipi rispetto ai quali siffatta distinzione assume rilevanza giuridica.

In questo senso, del resto, tende a deporre anche quella parte del comma 10-bis dell'art. 6 della legge n. 240 del 2010, che, nel prevedere la possibilità per i professori e i ricercatori a tempo pieno di svolgere, «previa autorizzazione del rettore, incarichi senza vincolo di subordinazione presso enti pubblici o privati anche a scopo di lucro», precisa, ad ogni modo, «purché siano svolti in regime di indipendenza». Un inciso, quest'ultimo, che se da un lato risulta di significato non incompatibile con la norma qualificativa di cui all'art. 7, comma 2, lettera b), del decreto del MISE del 2 maggio 2022, n. 88<sup>26</sup>, dall'altro lato vale a escludere, più che l'immanenza, l'ineluttabilità, per così dire, della relativa condizione giuridica soggettiva, riaffermandone così l'abdicabilità su base volontaria, eventualmente anche in modo selettivo.

**Massimiliano Atelli**

*Magistrato*

---

<sup>26</sup> Che, va rammentato, prevede in ogni caso per il docente universitario di ruolo il fattore di temperamento, per così dire, dell'esperienza minima triennale.

## LA PREVENZIONE DEL RICICLAGGIO NELL'ERA DELLE CRIPTO- ATTIVITÀ: VERSO UN MODELLO EUROPEO DI VIGILANZA MULTILIVELLO \*

*(Money- Laundering prevention in the era of crypto-assets:  
towards a European multilevel supervisory model)*

**ABSTRACT:** Il saggio analizza l'evoluzione del quadro normativo europeo e nazionale in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo con particolare riguardo alle cripto-attività. A partire dalla V Direttiva Antiriciclaggio, che per la prima volta introduce una definizione normativa di valuta virtuale e ne estende la disciplina ai prestatori di servizi di cambio e di portafoglio digitale, lo studio ricostruisce il percorso di progressiva integrazione tra la regolazione unionale e la disciplina italiana, culminato con l'attuazione del D.lgs. n. 231/2007 e con l'istituzione del registro OAM per gli operatori in valute virtuali. L'indagine si sofferma, altresì, sul successivo sviluppo del sistema europeo di vigilanza, segnato dall'adozione del Regolamento (UE) 2023/1113 e del Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR), nonché dalla nascita dell'Anti-Money Laundering Authority (AMLA). Quest'ultima viene esaminata quale architrave della nuova governance multilivello della compliance finanziaria, dotata di poteri ispettivi, conformativi e sanzionatori volti a garantire un'applicazione uniforme delle norme AML/CFT in tutti gli Stati membri. Il contributo propone una lettura sistematica del processo di europeizzazione della vigilanza, evidenziando come l'AMLA si configuri non solo quale autorità tecnica, ma come autentico strumento di armonizzazione giuridica, capace di bilanciare l'esigenza di effettività dei controlli con il rispetto dei principi di proporzionalità, sussidiarietà e tutela dei diritti degli operatori economici.

In tale prospettiva, la disciplina delle cripto-attività diviene il banco di prova di un

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*diritto dell'economia europeo orientato alla trasparenza digitale, alla legalità finanziaria e alla cooperazione istituzionale.*

*The paper examines the evolution of the European and national regulatory framework on anti-money laundering (AML) and counter-terrorist financing (CTF), with particular reference to crypto-assets. Starting from the Fifth Anti-Money Laundering Directive, which for the first time provided a legal definition of virtual currencies and extended AML obligations to exchange and wallet service providers, the study traces the progressive alignment between EU regulation and the Italian legal framework, implemented through Legislative Decree No. 231/2007 and the establishment of the OAM register for virtual-asset operators. The analysis then focuses on the subsequent development of the European supervisory system, marked by the adoption of Regulation (EU) 2023/1113 and Regulation (EU) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR), as well as by the creation of the Anti-Money Laundering Authority (AMLA). The paper explores the AMLA's role as the cornerstone of a new multilayered governance structure, endowed with investigative, supervisory and sanctioning powers aimed at ensuring uniform enforcement of AML/CFT rules throughout the Union. From a systemic perspective, the article argues that the AMLA represents not merely a technical authority but a genuine instrument of legal harmonisation, designed to reconcile the effectiveness of enforcement with the principles of proportionality, subsidiarity and procedural fairness. Within this framework, the regulation of crypto-assets emerges as a testing ground for a European economic law grounded in digital transparency, financial integrity and institutional cooperation.*

**SOMMARIO:** 1. Tecniche di riciclaggio mediante cripto-asset e necessità di un rinnovato sistema di prevenzione. - 2. La tracciabilità dei flussi finanziari come principio strutturale della legalità economica nell'era digitale. - 3. Verso una regolazione integrata delle cripto-attività: dal Decreto

Antiriciclaggio alla vigilanza europea centralizzata - 4. La genesi dell'AMLA come "tournant" nel nuovo quadro regolatorio europeo - 5. L'architettura istituzionale dell'AMLA e il modello multilivello di vigilanza europea.

1. Lo sviluppo delle cripto-attività e, più in generale, il più ampio processo di digitalizzazione dell'economia e della finanza hanno sollevato questioni di particolare complessità circa la tenuta dei regimi giuridici esistenti e l'idoneità degli strumenti normativi tradizionali a fronteggiare le nuove forme di circolazione della ricchezza abilitate dalla tecnologia.

Le tecnologie a registro distribuito (Distributed Ledger Technologies – DLT) e, più in particolare, la blockchain, hanno infatti introdotto modalità di rappresentazione e di trasferimento del valore che si collocano ai margini – e talvolta al di fuori – delle categorie giuridiche consolidate, costringendo dottrina e autorità di vigilanza a interrogarsi sulla qualificazione delle cripto-attività e sul loro corretto inquadramento regolamentare.

Le criptovalute hanno rappresentato una delle più significative espressioni dell'innovazione tecnologico-finanziaria degli ultimi anni, pur continuando a sollevare interrogativi di fondo circa la loro effettiva utilità per il mercato e, soprattutto, circa la natura degli interessi che ne orientano l'utilizzo.

Ci si interroga, infatti, se esse costituiscano un progresso funzionale allo sviluppo economico o, piuttosto, uno strumento suscettibile di impiego selettivo, da parte di determinati soggetti, per finalità talvolta non lecite.

Sotto tale profilo, è opportuno precisare che la pericolosità connessa alle criptovalute non risiede tanto nello strumento in sé, quanto nell'uso che ne viene fatto: esse rappresentano un mezzo potenzialmente neutro, che può essere impiegato sia per scopi leciti sia per attività criminose. Il rischio emerge, dunque, non come carattere intrinseco della tecnologia, ma come conseguenza delle condotte illecite di chi ne sfrutta le peculiarità per fini di riciclaggio o di finanziamento del

terroismo.

Da ciò discende la necessità, oggi unanimemente riconosciuta, di rafforzare i presidi di vigilanza e i controlli di conformità, ponendo la prevenzione di tali fenomeni al centro delle priorità regolatorie e operative.

In tale contesto, gli operatori vigilati sono chiamati a implementare sistemi di controllo interni solidi e aggiornati, in grado di assicurare l'efficacia delle misure antiriciclaggio e antiterrorismo.<sup>5</sup>

È tuttavia indispensabile distinguere tra gli intermediari finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale e la moltitudine di soggetti eterogenei che operano nell'ambito delle cripto-attività.

Sotto questo aspetto, permane una notevole asimmetria tra le strutture di compliance AML/CFT degli operatori tradizionali – che agiscono prevalentemente nel sistema “fiat-based” – e le c.d. “cripto-imprese”, le quali hanno iniziato a confrontarsi con la normativa di settore, anche in materia di prevenzione del riciclaggio, soltanto in tempi recenti.

L'adozione di un approccio basato sul rischio specifico del singolo cripto-asset rappresenta, pertanto, un elemento cruciale; e tale approccio deve fondarsi su un

---

\* Il presente lavoro è frutto di una comune e condivisa riflessione degli Autori. Vanno attribuiti ad Antonio Felice Uricchio i paragrafi nn. 1 e 2; ad Alma Agnese Rinaldi i paragrafi nn. 3, 4, 5.

<sup>5</sup> Tra i molti, su questi temi, si vedano i contributi di GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, p. 733 e ss.; RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. e impresa*, 2019, pp. 257 e ss.; MALVAGNA - SARTORI, *Cryptocurrencies as Fungible Digital Assets Within the Italian Legal System: Regulatory and Private Law Issues*, in *The Italian Law Journal*, 2022, p. 481 e ss.; BATTAGLINI - GIORDANO, *Blockchain e smart contract*, Giuffrè, Milano, 2019; DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Giappichelli, Torino, 2020; ID., *Quali controlli per le valute virtuali?* in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 3, 2022, p. 52 e ss.; AA.VV., *Tech Law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, Napoli, 2021; FINOCCHIARO, *Riflessioni sugli smart contract e sull'intelligenza artificiale*, in *Giustiziacivile.com*, 2020, p. 1 e ss.; FINOCCHIARO - BOMPRESZI, *A legal analysis of the use of blockchain technology for the formation of smart legal contracts*, in *Medialaws*, 2020, p. 111 e ss.; PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, p. 422 e ss.; LEMMA, *The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, in *Open Review of Management Banking and Finance*, 2022; CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 225 e ss.; IRRERA - CATALANO, *Criptovalute e NFT: il quadro normativo di riferimento*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2022, p. 614 e ss.

processo di valutazione e aggiornamento costante, volto ad analizzare le tecniche e le caratteristiche operative proprie di ciascuna tipologia di cripto-attività, poiché ogni asset digitale presenta specificità tecniche e funzionali che possono essere sfruttate in modo diverso dagli autori di condotte illecite.

È ormai acquisito che i cripto-asset non costituiscano una categoria omogenea e che i soggetti criminali abbiano dimostrato una capacità di adattamento e di sfruttamento delle loro peculiarità assai più rapida rispetto a quella dei regolatori e, talvolta, degli stessi intermediari vigilati.

Ciò impone di abbandonare un approccio meramente teorico o “filosofico” al fenomeno, per privilegiare un’impostazione eminentemente tecnica e operativa, incentrata sulla comprensione profonda delle dinamiche informatiche e delle modalità di funzionamento delle blockchain e dei protocolli decentralizzati.

Molte delle tipologie di rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo che le imprese di cripto valute incontrano sono le stesse che si trovano ad affrontare tutte le istituzioni finanziarie.

L’analisi delle condotte criminali evidenzia, in effetti, un certo grado di uniformità nelle tecniche utilizzate – quali il *layering*, il *dusting*, il *money muling*, le transazioni *off-chain* o *cross-chain* – che costituiscono veri e propri schemi ricorrenti di dissimulazione e movimentazione dei proventi illeciti all’interno dell’ecosistema digitale.

Il fenomeno del *cyberlaundering* assume oggi una rilevanza di assoluta attualità, in quanto si colloca all’intersezione di due direttive di innovazione giuridica ed economica. Da un lato, esso si connette alla progressiva emersione di nuovi *reati economici presupposto*, la cui configurazione risulta contraddistinta da un’elevata capacità espansiva e da una costante evoluzione nelle modalità di attuazione, resa possibile dall’impiego delle tecnologie digitali. Dall’altro, si inserisce nel più ampio alveo del *cybercrime*, categoria ormai consolidata nell’elaborazione dottrinale e giurisprudenziale, che comprende l’insieme delle condotte criminose realizzate

attraverso, o ai danni, delle infrastrutture informatiche e telematiche.

Tale fenomenologia, da tempo oggetto di attenzione da parte delle autorità di law enforcement, delle magistrature nazionali, nonché degli organismi internazionali e sovranazionali – tra cui il Financial Action Task Force (FATF-GAFI) – è stata più volte segnalata come area ad alto rischio sistematico per l'integrità dei mercati e la sicurezza globale.

Le stesse Autorità sovranazionali e gli organismi di vigilanza intergovernativi hanno ripetutamente richiamato l'attenzione dei legislatori nazionali e dell'opinione pubblica sulla necessità di presidiare con strumenti normativi adeguati le molteplici e mutevoli forme di illecito che si sviluppano nel cosiddetto *cyberspace*, ambiente nel quale la dematerializzazione dei valori e la velocità dei flussi informativi rendono particolarmente complessa l'attività di prevenzione, identificazione e repressione delle operazioni di riciclaggio.<sup>6</sup>

Il *Cyberlaundering*, inteso in senso a-tecnico, può essere descritto come l'insieme delle attività illecite finalizzate alla “ripulitura” non soltanto del denaro in senso stretto – definito nel linguaggio del web 3.0 come *valuta fiat* – ma altresì di ogni altra forma di bene, valore o utilità, incluse le cripto-attività, mediante l'impiego di strumenti o infrastrutture informatiche.

Tale fenomeno comprende, pertanto, sia l'utilizzo distorto di sistemi formalmente leciti e trasparenti – come i servizi di pagamento digitale, la moneta elettronica, le piattaforme di *crowdfunding* e, più in generale, la tecnologia *blockchain* – sia il ricorso a protocolli di comunicazione volti a garantire un elevato livello di anonimato, quali il *dark web* e il *deep web*, spesso impiegati per finalità elusive o chiaramente illecite.

Sotto il profilo strutturale, il reato di cyberlaundering non si discosta in modo sostanziale dal paradigma classico del riciclaggio delineato dalla prassi e dalla

---

<sup>6</sup> Sul punto si richiama il lavoro di PICOTTI, *Profilo penale del Cyberlaundering: le nuove tecniche di riciclaggio*, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Dell'Econ.*, Cedam, 3-4, 2018.

dottrina penalistica. Con le dovute cautele e adattamenti, può infatti affermarsi che la tradizionale articolazione “tripartita” del riciclaggio – placement, layering e integration – sia suscettibile di applicazione anche al contesto digitale. Tali fasi corrispondono, rispettivamente, alle operazioni di sostituzione, trasferimento o compimento di altre condotte idonee a ostacolare l’identificazione dell’origine delittuosa dei capitali, tanto in forma di “valuta fiat” quanto di cripto-asset.

In linea teorica, le suddette attività possono essere ricondotte alle ipotesi tipiche di cui agli artt. 648-bis, 648-ter e 648-ter.1 c.p., rispettivamente in materia di riciclaggio, reimpiego e autoriciclaggio, nonché ad altre figure di reato strumentali o accessorie, accomunate dalla funzione di dissimulare o reimpiegare beni, capitali o utilità di provenienza illecita.

In particolare, le operazioni di compravendita di cripto-asset, la loro conversione in valuta *fiat* o in altri token digitali, e più in generale l’utilizzo di infrastrutture decentralizzate per occultare la tracciabilità dei flussi, costituiscono modalità operative che consentono di realizzare in chiave digitale le medesime fasi del processo di “ripulitura” del denaro già note nella prassi tradizionale.

Dal punto di vista della rilevanza penale, appare sempre più evidente il ricorso a circuiti extra-bancari, deregolamentati o decentralizzati, che sfuggono ai tradizionali presidi di vigilanza, rendendo complesso – se non impossibile – il tracciamento dell’origine delle transazioni e l’identificazione dei soggetti effettivamente coinvolti.

La natura crittografica delle cripto-valute, fondata sulla pseudonimità e sulla distribuzione del registro, costituisce un ulteriore fattore di opacità che indebolisce l’efficacia degli strumenti investigativi tradizionali.

A ciò si aggiunge la profonda disomogeneità delle discipline nazionali che regolano la raccolta, l’investimento e lo scambio di somme, crediti e valori nel cyberspazio. Tale frammentazione normativa – sintomatica della mancanza di un

quadro armonizzato a livello internazionale – genera vaste aree di incertezza giuridica, le cosiddette zone grigie, che vengono sistematicamente sfruttate dagli operatori criminali per eludere i controlli e sottrarsi alle responsabilità derivanti dalle normative antiriciclaggio.<sup>7</sup>

La conoscenza e il monitoraggio di tali schemi si rivelano dunque imprescindibili per la predisposizione di efficaci sistemi di prevenzione, fondati sulla cooperazione tra autorità di vigilanza, intermediari vigilati e operatori tecnologici del settore delle cripto-attività.<sup>8</sup>

Nondimeno, persistono significative sfumature interpretative e aree di divergenza che impediscono di ricondurre le diverse manifestazioni del rischio antiriciclaggio a un unico insieme di indicatori di anomalia.

Ogni tipologia di operatività in cripto-asset, infatti, presenta proprie peculiarità tecniche e dinamiche transazionali che rendono necessaria una costante revisione dei parametri di valutazione e degli strumenti di monitoraggio.

L’evoluzione del quadro normativo, tanto a livello europeo quanto nazionale, può comportare modifiche sostanziali ai framework di compliance esistenti o richiedere la predisposizione di regolamenti interni specificamente dedicati alla gestione delle attività in cripto-asset, siano esse già operative o ancora in fase di sviluppo.

Le innovazioni, spesso spinte dall’evoluzione tecnologica e dalla creatività degli operatori del settore, impongono alle istituzioni finanziarie e ai soggetti vigilati di aggiornare in modo continuo i propri presidi di prevenzione, tenendo conto delle nuove fattispecie di rischio e delle modalità operative emergenti.

Nel contesto crittografico, la complessità con cui gli eventi si manifestano

---

<sup>7</sup> Ampiamente sul tema del Cyberlaundering e sulle nuove tecniche di riciclaggio e finanziamento mediante crypto -asset, si veda, MAGGIO, *Tecniche di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo mediante crypto-asset*, in (a cura di) ANNUNZIATA - VARANI, *Cripto attività. Antiriciclaggio e gestione dei rischi aziendali*, Pacini Giuridica, 2024, p. 81 e ss.

<sup>8</sup> Cfr., MICKINLAY, *Enforcing the Rights of Cryptocreditors*, in *Barkley Business Law Journal*, (20) (1), 2023, p. 83 e ss.

risulta sensibilmente superiore rispetto al sistema finanziario tradizionale, già di per sé articolato. Le combinazioni che possono originarsi dall’interazione tra i meccanismi delle blockchain e gli spazi del dark web generano scenari di difficile monitoraggio, assai più problematici rispetto alla tracciabilità delle operazioni monetarie convenzionali, sulle quali il sistema di vigilanza ha maturato decenni di esperienza e di prassi consolidate.

In tale quadro, le conseguenze della mancata conformità alla normativa antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo per gli intermediari vigilati assumono una rilevanza sempre più incisiva.

Gli operatori che dimostrino una supervisione inefficiente – non solo rispetto ai prodotti e servizi offerti, ma soprattutto riguardo al comportamento della propria clientela che opera in autonomia su piattaforme di scambio, anche estere – espongono sé stessi a gravi rischi sanzionatori, a rilevanti danni reputazionali e alla possibile erosione del fatturato derivante da attività non conformi.

Le ripercussioni di tali inefficienze si riverberano, inoltre, sull’intero sistema bancario e finanziario, minandone la stabilità complessiva e, soprattutto, la fiducia dei mercati.

Parallelamente, mentre i governi e le autorità di vigilanza a livello globale sono impegnati a delineare i rispettivi quadri regolatori in materia di cripto-attività e a predisporre meccanismi di controllo e di supervisione più sofisticati, le strategie della criminalità finanziaria si evolvono con rapidità, adattandosi alle nuove tecnologie e sfruttando le aree grigie della regolamentazione.

Le imprese e gli intermediari si trovano, così, ad affrontare un contesto in costante mutamento, caratterizzato dall’emersione di modelli operativi sconosciuti persino ai regolatori.

Questa continua trasformazione del rischio presenta, al tempo stesso, ampi margini di opportunità economica per gli operatori che sappiano coniugare innovazione e compliance: la solidità del business dipende, infatti, dal grado di

effettiva attuazione dei presidi normativi e dalla capacità di integrare la conformità AML/CFT nei processi aziendali, evitando che essa resti una mera dichiarazione di principio o, peggio, un adempimento formale eluso.

La principale sfida per gli intermediari che intendano operare nel settore delle criptovalute resta, dunque, la frammentazione regolamentare tra i diversi ordinamenti. L'assenza di standard comuni internazionali rende complessa l'applicazione coerente delle norme antiriciclaggio, ostacolando la creazione di un ecosistema realmente sicuro, competitivo e armonizzato. Da ciò deriva la necessità, sempre più avvertita, di un coordinamento sovranazionale che garantisca un equilibrio tra innovazione, competitività e integrità dei mercati finanziari digitali.<sup>9</sup>

In questa prospettiva, i principali organismi internazionali – dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria al Financial Stability Board (FSB), passando per il FATF-GAFI, hanno richiamato la necessità di una risposta coordinata ai rischi derivanti dalla crescente interconnessione tra mercati finanziari tradizionali e mercati delle cripto-attività.

Come osservato in più occasioni dal FSB, l'espansione delle forme di "tokenization" e la diffusione di strumenti digitali di investimento e pagamento, stanno progressivamente erodendo i confini tra finanza regolamentata e finanza decentralizzata, ponendo in discussione la tradizionale segmentazione tra intermediari vigilati e operatori non regolamentati.<sup>10</sup>

Le nuove modalità di circolazione della ricchezza hanno reso sempre più arduo

---

<sup>9</sup> Cfr. GIUDICI - FERRARINI, *Digital Offerings and Mnadatory Disclosure: A Market Based Critique of MiCA*, in (cura di) AVGOULEAS - ARJOSOLA, *Digital Finance in Europe: Law, Regulation and Governance*, De Gruyter, 2022, p. 87 e ss.

<sup>10</sup> Cfr., su questi aspetti, LORENZONI - FREGA, *Il "Fintech" e la "Dark finance": quali rischi per i risparmiatori*, in (a cura di) AMMANNITI, CANEPA, GRECO, MINNECI, *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, Giappichelli, 2025, p. 71 e ss. Cfr., anche, GANDOLFI, *Cripto-asset e intermediari vigilati: una guida per progettare e presentare un piano AML volto a mitigare efficacemente i rischi*, in (a cura di) ANNUNZIATA - VARANI, *Cripto attività. Antiriciclaggio e gestione dei rischi aziendali*, Pacini Giuridica, 2024, p. 51 e ss.

per i regolatori individuare, caso per caso, la disciplina giuridica applicabile a tali strumenti, dovendo ricondurre le diverse tipologie di cripto-attività – in ragione dei diritti o dei valori che esse incorporano – alle appropriate categorie giuridiche (finanziarie, valutarie, patrimoniali o ibride).

A ciò si è accompagnata una crescente frammentazione normativa e interpretativa, tanto a livello sovranazionale quanto interno, che ha prodotto un quadro regolatorio disomogeneo, fonte di incertezza per gli operatori e potenzialmente suscettibile di agevolare fenomeni di “regulatory arbitrage” e di “moral hazard”.

Per superare tali criticità e promuovere uno sviluppo ordinato, sicuro e trasparente dei mercati digitali, l’Unione europea ha adottato il Digital Finance Package, presentato nel 2020 e destinato a costituire la nuova architettura regolatoria della finanza digitale.

Elemento cardine del pacchetto è il Regolamento (UE) 2023/1114 del 31 maggio 2023 (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR), il quale introduce una disciplina organica delle cripto-attività non ancora ricomprese nel perimetro delle regolazioni finanziarie previgenti (quali la MiFID II o la PSD2), regolando tanto l’emissione e l’offerta dei *token*, quanto la prestazione dei servizi connessi alla loro negoziazione, custodia e scambio.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Il MiCAR adotta un regime ad hoc per tutte le cripto-attività che non si qualificano come strumenti finanziari, distinguendoli in tre classi: e prime due classi, token collegati ad attività e token di moneta elettronica, includono cripto-attività che legano il loro valore a un asset specifico o a un insieme di asset e sono note sul mercato come “stablecoin”. Il MiCAR dedica loro un’attenzione particolare soprattutto perché laddove fossero ampiamente utilizzate come mezzo di pagamento potrebbero sollevare questioni di stabilità finanziaria e sovranità monetaria. La terza classe comprende invece i c.d. utility token, definiti come un tipo di cripto-attività destinata a fornire l’accesso a un bene o servizio digitale prestato dall’emittente. Non è chiaro se nella categoria residuale rientrino token diversi dagli utility token. Comunque, la categoria è stata creata per imporre obblighi informativi in relazione a progetti non ancora operativi per cui c’è il rischio che il bene o il servizio proposto non venga mai fornito. Il MiCAR regolamenta anche i prestatori di servizi per la cripto attività, assoggettandoli ad una disciplina del tutto simile alla disciplina dei prestatori di servizi finanziari, imponendo quindi i requisiti patrimoniali, di governance e obblighi di custodia. I servizi offerti comprendono sia i servizi tipicamente prestati dagli intermediari tradizionali che svolgono attività di trading e post-trading, sia i servizi tipicamente prestati dalle imprese di investimento. È lo stesso

Il Digital Finance Package include, inoltre, il Regolamento (UE) 2022/858 relativo ai sistemi basati su DLT e il Regolamento (UE) 2022/2554 (Digital Operational Resilience Act – DORA), volto a rafforzare la resilienza operativa digitale del settore finanziario.

Insieme, questi strumenti costituiscono il primo tentativo di costruire un corpus normativo coerente che affronti in modo unitario le sfide della digitalizzazione dei mercati finanziari, coniugando innovazione e tutela della stabilità.<sup>12</sup>

La diffusione delle cripto-attività ha inevitabilmente posto in evidenza anche le implicazioni sotto il profilo della prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, incidendo sulla tenuta e sull'efficacia dei presidi di controllo tradizionalmente previsti dal sistema AML/CFT.

Un cambio di paradigma potrà comunque realizzarsi con l'entrata in vigore del citato AML Package, nel quadro organico delle sue molteplici componenti normative. In un approccio improntato alla necessaria integrazione e convergenza tra le diverse fonti, il coordinamento del regolamento concernente i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di cripto-attività con il Regolamento Markets in Crypto-Assets (MiCA) appare idoneo ad assicurare un livello di tracciabilità esteso e

---

MiCAR che identifica il servizio finanziario corrispondente nella regolamentazione finanziaria. Il MiCAR non ha però regolamentato due servizi che stanno acquisendo sempre più importanza, ovvero i prestiti di cripto-attività e il servizio di staking. Si tratta di un servizio offerto in relazione a quelle block chain che usano la cosiddetta Proof of Stake al fine di validare le nuove transazioni. I validatori, che nella prassi di mercato sono i cripto-mercati, raccolgono dagli utenti le cripto-attività e le utilizzano nell'ambito dell'attività di validazione. Le cripto-attività generate come forma di remunerazione per l'attività di validazione sono distribuite dai cripto-mercati agli utenti pro-quota, deditte le commissioni per il servizio. I prestiti in cripto-attività sono organizzati dai cripto-mercati mettendo a disposizione degli utenti una piattaforma che consente di mettere in contatto quelli che intendono fornire i prestiti e coloro che desiderano riceverli. È anche possibile che siano gli stessi cripto-mercati ad effettuare i prestiti in cripto-attività ai propri clienti. Infine la MiCAR non si occupa dell'attività di compensazione svolta dei cripto-mercati, ovvero l'attività di gestione delle garanzie raccolte dai clienti a copertura delle reciproche esposizioni debitorie nei casi, per esempio, di prestiti di cripto-attività. Cfr., in argomento, SARTI, *La funzione non finanziaria dei token MiCAR*, *Riv. Orizzonti dir. comm.*, n. 3, 2024.

<sup>12</sup> Cfr., LENER, *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in A.A.V.V., *Diritto del mercato finanziario*. Saggi, Torino, 2011; AMOROSINO, *Mercati finanziari (vigilanza sui)* in (diretto da) CASSESE, *Dizionario del diritto pubblico*, Milano, 2006; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016, p. 774 e ss.

capillare, non solo in relazione al luogo, all'importo, all'oggetto, alla data della singola transazione e ai soggetti coinvolti, ma anche rispetto alla sequenza temporale delle operazioni che, progressivamente, abbiano interessato i medesimi fondi o asset digitali.

Tale ricostruzione dinamica consente di individuare eventuali profili di rischio o di anomalia, agevolando l'emersione di condotte potenzialmente criminose e l'individuazione dei nessi causali e temporali tra operazioni apparentemente frazionate o dissimulate.

Grazie all'equiparazione, ai fini giuridici e di vigilanza, tra i trasferimenti di cripto-attività e i trasferimenti bancari di fondi — attualmente riferiti alla moneta reale, scritturale o elettronica — il Regolamento (UE) 2023/1113 estende alle operazioni in cripto-attività il regime di tracciabilità già vigente per la finanza tradizionale, con particolare riferimento alla “*travel rule*”.<sup>13</sup>

Quest'ultima impone che le informazioni relative all'origine e alla destinazione finale dei cripto-asset accompagnino la transazione lungo l'intero percorso operativo e siano conservate da entrambi i soggetti partecipanti — ordinante e beneficiario — garantendo, così, una catena informativa continua e verificabile.

Un assetto normativo efficace, coerente con i principi di proporzionalità e di neutralità tecnologica, deve pertanto assicurare che le cripto-attività che presentano rischi analoghi a quelli propri delle attività finanziarie tradizionali siano sottoposte a obblighi regolatori e a presidi di controllo equivalenti, evitando zone d'ombra o asimmetrie di vigilanza che potrebbero compromettere la solidità e l'integrità complessiva del sistema finanziario dell'Unione.

---

<sup>13</sup> Adottato ufficialmente dalla FATF-GAFI, a partire dal 2019, la “travel rule” rappresenta una delle pietre angolari sulle quali costruire un efficace, specifico, presidio antiriciclaggio a livello globale: dal momento che, sul piano tecnico, non esiste una soluzione univoca per tutti i Virtual asset service providers essa costituisce al tempo stesso una delle più importanti sfide di conformità: cfr. L. GANDOLFI, *Cripto-asset e intermediari vigilati: una guida per progettare e presentare un piano AML volto a mitigare efficacemente i rischi*, in (a cura di) ANNUNZIATA - VARANI, *Criptoattività. Antiriciclaggio e gestione dei rischi aziendali*, cit., p. 51 e ss.

Già il FATF-GAFI, sin dal 2019, aveva raccomandato l'estensione degli obblighi di “customer due diligence”, conservazione dei dati e segnalazione delle operazioni sospette ai Virtual Asset Service Providers (VASP), riconoscendo l'esigenza di un approccio globale fondato sul principio di “same activity, same risk, same rules”.<sup>14</sup>

Anche le Autorità europee di vigilanza – EBA (*European Banking Authority*), ESMA (*European Securities and Markets Authority*) ed EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) – hanno successivamente evidenziato la necessità di un coordinamento più stretto tra la disciplina prudenziale e quella antiriciclaggio, in modo da garantire la tracciabilità dei flussi in cripto-attività e la protezione dell'integrità del mercato unico.<sup>15</sup>

In questo contesto, il 20 luglio 2021 la Commissione europea ha presentato un pacchetto di riforme volto a istituire un nuovo quadro unitario europeo per la prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

La riforma, tuttora in corso di attuazione, si articola in quattro pilastri fondamentali:

---

<sup>14</sup> Approccio rinvenibile anche nello Statement pubblicato dal Financial Stability Board del luglio 2022, centrato sull'idea di una regolamentazione di una supervisione delle criptovalute dei relativi mercati efficaci e commisurati ai rischi che comportano, sia a livello nazionale che internazionale.

<sup>15</sup> Le tre autorità di vigilanza europee (EBA, EIOPA ed ESMA - le ESAs) hanno pubblicato in data 12 luglio 2024 in consultazione le linee guida ai sensi del Regolamento delle cripto-attività MiCAR, che stabilisce modelli per le spiegazioni e i pareri legali relativi alla classificazione dei crypto-asset e un test standardizzato per promuovere un approccio comune alla classificazione (si veda, *CONSULTATION PAPER, Draft Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for the classification of crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114*, in dirittobancario.it). Le linee guida devono inoltre includere un modello per la spiegazione e il parere e un test standardizzato per la classificazione dei cripto-asset. Per supportare i partecipanti al mercato e le autorità di vigilanza nell'adozione di un approccio convergente alla classificazione dei cripto-asset, le Linee guida pubblicate in consultazione propongono quindi un test standardizzato, nonché dei modelli di spiegazioni e pareri legali, che forniscono descrizioni della classificazione regolamentare dei cripto-asset nei seguenti casi:

- token con riferimento all'attività (ART): il libro bianco per l'emissione degli ART, che contiene informazioni complete sulla criptovaluta, deve essere accompagnato da un parere legale che spieghi la classificazione della criptovaluta, e, in particolare, il fatto che non si tratta di un EMT né di una criptovaluta che potrebbe essere considerata esclusa dall'ambito di applicazione del MiCAR.
- cripto-asset che non sono ART o EMT ai sensi del MiCAR: il libro bianco per il cripto-asset deve essere accompagnato da una spiegazione della classificazione del cripto-asset, e, in particolare, il fatto che non sia un EMT, un ART o un cripto-asset escluso dall'ambito di applicazione del MiCAR.

- (i) il Regolamento istitutivo dell'Anti-Money Laundering Authority (AMLA), chiamata a esercitare funzioni di vigilanza diretta sui soggetti a rischio transfrontaliero;<sup>16</sup>
- (ii) il Regolamento AML/CFT contenente norme direttamente applicabili in materia di adeguata verifica della clientela, titolarità effettiva e obblighi di segnalazione;
- (iii) la nuova Direttiva AMLD6, destinata a sostituire la Direttiva (UE) 2015/849 e a regolare gli aspetti di cooperazione giudiziaria e penale;
- (iv) la revisione del Regolamento (UE) n. 2015/847 sui trasferimenti di fondi, volta a garantire la piena tracciabilità dei trasferimenti di cripto-attività (Transfer of Funds Regulation – TFR).<sup>17</sup>

L'insieme di questi interventi riflette una strategia normativa ambiziosa, finalizzata a costruire un ecosistema giuridico integrato della finanza digitale, in cui l'innovazione tecnologica e la prevenzione dei rischi di riciclaggio non si pongano in antitesi, ma come componenti complementari di un medesimo obiettivo di legalità economica, trasparenza e stabilità sistemica.

Alla luce di tale evoluzione, si rende necessario esaminare criticamente non solo i profili più significativi dell'attuale e futuro assetto regolatorio europeo, ma anche le ricadute operative per gli intermediari e le autorità nazionali, chiamati ad adeguare i propri modelli di vigilanza ai nuovi paradigmi di movimentazione digitale della ricchezza e ai rischi emergenti di money laundering tecnologico (tech-enabled

---

<sup>16</sup> Regolamento (UE) 2024/1620 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, che istituisce l'Autorità per la lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010 (Testo rilevante ai fini del SEE) PE/35/2024/INIT, consultabile al sito [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu).

<sup>17</sup> I tre atti normativi, che rappresentano l'*AML package*, sono stati oggetto della delega, finalizzata al loro recepimento e adeguamento della normativa nazionale, attribuita al Governo con l'articolo 14 della legge 13 giugno 2025, n. 91 (legge di delegazione europea).

laundering).<sup>18</sup>

2. Nel diritto dell'economia contemporaneo, la tracciabilità dei flussi finanziari non rappresenta soltanto uno strumento tecnico di controllo, ma un vero e proprio principio ordinante dell'ordinamento finanziario. Essa esprime la tensione costante fra libertà di circolazione del capitale e tutela dell'integrità del sistema, divenendo il criterio attraverso cui si misura la capacità dello Stato e, oggi, dell'Unione Europea di esercitare una sovranità effettiva su fenomeni economici globalizzati e digitalizzati.

Laddove la tracciabilità venga meno, si apre inevitabilmente lo spazio per forme di criminalità economica ad alta sofisticazione, le quali sfruttano la smaterializzazione del valore e la transnazionalità dei mercati per sottrarsi ai tradizionali presidi di legalità. L'impossibilità o la rilevante difficoltà di ricostruire retrospettivamente i movimenti di ricchezza fino a individuare gli autori o i beneficiari finali delle operazioni genera un deficit di conoscenza che è, prima ancora che tecnico, giuridico: un vuoto informativo che impedisce l'imputazione della responsabilità e compromette la stessa effettività della norma penale e amministrativa.

In questo vuoto si radicano le manifestazioni più gravi di criminalità economica — evasione fiscale, corruzione, traffici illeciti, riciclaggio e finanziamento del terrorismo — che, sfruttando le opacità dei nuovi strumenti finanziari digitali, minano la fiducia sistematica su cui si fonda il mercato e disarticolano il nesso di reciprocità fra libertà economica e responsabilità giuridica.

La stessa stabilità del sistema finanziario, nella sua dimensione macroeconomica e sistematica, risulta in tal caso inevitabilmente minacciata, con effetti potenzialmente destabilizzanti tanto per i mercati quanto per gli operatori che

---

<sup>18</sup> Cfr., AVGOULEAS - SERETAKIS, *How Should Crypto Lending Be Regulated under EU Law?* in *European Business Organization Law Review*, 24, 2023, p. 429 e ss. Si veda anche *Cryptovantage, Top Crypto Margin Trading Exchanges*, in *cryptovantage.com*.

agiscono nel rispetto della legalità economica.

Non sorprende, pertanto, che le istituzioni europee e internazionali abbiano da tempo maturato piena consapevolezza della natura pervasiva di tali rischi, sottolineando l'urgenza di una regolamentazione idonea a contemperare libertà di iniziativa economica, integrità del sistema e tracciabilità dei flussi.

Consapevoli di tale interrelazione, le istituzioni internazionali ed europee hanno progressivamente teorizzato un diritto alla tracciabilità come corollario della accountability finanziaria. In questa direzione si collocano i lavori del Financial Action Task Force (FATF-GAFI), i rapporti della Banca Centrale Europea (Report on Virtual Currency Schemes, 2012; A Further Analysis, 2015) e l'Opinion on Virtual Currencies dell'EBA (2014).

Tali contributi, lungi dal limitarsi a un'analisi tecnica, hanno messo in luce la valenza sistematica delle valute virtuali e delle cripto-attività, segnalando il passaggio da un'economia basata su entità patrimoniali identificabili a un'economia di valori algoritmici, in cui l'identità giuridica del titolare tende a dissolversi dietro la pseudonimia informatica.

In questo contesto, l'EBA ha distinto cinque categorie di rischio — per gli utenti, indipendenti dai partecipanti, per l'integrità del sistema, di cambio e per le autorità di vigilanza — individuando proprio nei rischi per l'integrità del sistema la minaccia più elevata. Si tratta dei rischi che nascono quando la funzione di anonimato tecnologico viene piegata a finalità di riciclaggio, occultamento patrimoniale o finanziamento illecito. L'anonimato, da garanzia di privacy, diviene così uno strumento di opacità, capace di neutralizzare i tradizionali meccanismi di imputazione soggettiva e di tracciamento oggettivo delle operazioni.

La progressiva presa d'atto di tali rischi ha spinto il legislatore europeo a rafforzare, in chiave evolutiva, la disciplina della trasparenza digitale, estendendone la portata oltre il perimetro dei mercati tradizionali. Tuttavia, il diritto positivo continua a confrontarsi con una difficoltà definitoria di fondo: la mancanza di una

nozione giuridica univoca di criptovaluta o valuta virtuale. Tale incertezza non è meramente semantica, ma riflette la natura ibrida e metamorfica delle cripto-attività, che si collocano in uno spazio intermedio fra strumento di pagamento, bene di investimento e veicolo di valore.

La definizione introdotta dalla Direttiva (UE) 2018/843 (V Direttiva AML) — poi recepita nell'ordinamento italiano con il D.lgs. n. 125/2019 — rappresenta un tentativo di giuridificazione del fenomeno, nel solco della nozione proposta dall'EBA nel 2014. L'art. 1, comma 2, lett. qq), del D.lgs. 231/2007, come modificato, definisce la valuta virtuale come: «una rappresentazione digitale di valore che non è emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non è necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche o giuridiche e utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi, per finalità di investimento, e può essere trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente».

La menzione esplicita della finalità di investimento segna il riconoscimento legislativo della trasformazione delle valute virtuali in asset finanziari a pieno titolo,<sup>19</sup> idonei a incidere sulla stabilità dei mercati e sul sistema dei controlli antiriciclaggio.

La cripto-attività non è più un mero strumento di scambio, ma un oggetto giuridico complesso, in cui convergono funzioni economiche, tecnologiche e speculative.

In tal senso, la distinzione operata dalla BCE fra Closed, Unidirectional e Bidirectional Virtual Currency Schemes acquista rilievo sistematico: solo quest'ultima categoria, caratterizzata dalla piena convertibilità con le valute *fiat*, realizza quella permeabilità tra sfera digitale e reale che costituisce la premessa logica e giuridica del rischio di riciclaggio.

---

<sup>19</sup> “Assets that are contained on a blockchain network, where they appear as digital units of account, are referred to as “crypto-assets”; così, LEHMANN - OMLOR - LINK, *Kryptowährungen und Token*, 2, ed. 2023, cap. 5, par. 28, p. 41.

La disciplina europea più recente, culminata nel Regolamento (UE) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation – MiCAR), sostituisce la terminologia tradizionale con la più ampia nozione di cripto-attività, definita come: «una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferita e memorizzata elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga» (art. 3).

La portata volutamente generale di tale definizione risponde all'esigenza di predisporre un quadro regolatorio adattivo, capace di accogliere le continue metamorfosi della tecnologia DLT.

Non meno significativo è il coordinamento con il Regolamento (UE) 2023/1113 sui trasferimenti di fondi, che rinvia espressamente alle definizioni del MiCAR, sancendo la nascita di un ecosistema normativo integrato tra disciplina dei mercati digitali e normativa AML/CFT.

Un rilievo paradigmatico deve essere, in questa sede, riconosciuto alla prima e tuttora più diffusa delle criptovalute: il Bitcoin che costituisce il prototipo attraverso cui indagare le principali implicazioni, anche penalistiche, della (non) tracciabilità delle transazioni in cripto-attività.<sup>20</sup>

Nei sistemi occidentali, la circolazione del denaro è da sempre soggetta a una doppia verifica — formale, mediante l'identificazione del soggetto, e sostanziale,

---

<sup>20</sup> Lo considerano una cattiva moneta, AMATO - FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin. Rischi e opportunità delle monete virtuali*, Milano, 2018, p. 189, secondo cui «l'attenzione mediatica che ha suscitato Bitcoin è del tutto smisurata rispetto alla sua importanza e al suo significato economico, attuale e potenziale». Per una critica circa l'uso del termine “valuta” che finirebbe per creare confusione sulla reale natura di bitcoin, v. VARDI, “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Dir. inf. e inform.*, 2015, p. 445 e ss., che richiamando la distinzione tra moneta e, per l'appunto valuta, evidenzia come la seconda si riferisca, di norma, alla moneta avente corso legale, ex lege, ossia quanto di più lontano ci possa essere dalle cryptocurrencies, tipo bitcoin. Per una ricostruzione del contesto in cui è nato bitcoin, v. LEMME - PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, p. 389, che richiama il sistema ecash, brevettato da David Chaum (1995-1998) e il Linden Dollar di Second Life. Più approfonditamente su questo tema v. MACARIO, *Il passato, presente e futuro del mondo virtuale Second Life*, Roma, 2014; KAPLAN - HANLEIN, *Consumer use and business potential of virtual worlds: the case of Second Life*, in *International Journal of Media Management*, 2009, p. 93 e ss.

mediante la riconducibilità dei flussi al titolare effettivo — che assicura la compatibilità tra mercato e legalità.

L'innovazione FinTech ha invece incrinato tale paradigma, creando una dimensione finanziaria de-territorializzata, nella quale la tecnologia sostituisce il diritto come infrastruttura della fiducia.<sup>21</sup>

Si delinea così una “zona franca digitale”, nella quale la decentralizzazione e l'anonimato, nati per emancipare l'economia dalla mediazione istituzionale, possono trasformarsi in spazi di invisibilità giuridica.

In tali spazi, la sovranità normativa rischia di dissolversi, e con essa la capacità dell'ordinamento di garantire la riconducibilità dei flussi e la legittimità delle transazioni.

Appare evidente il rischio che l'impiego di strumenti digitali di pagamento riduca sensibilmente la possibilità di ricostruire il nesso tra il soggetto riciclatore e l'attività illecita da cui traggono origine i capitali movimentati.<sup>22</sup>

In tale prospettiva, è necessario chiarire la distinzione concettuale tra il termine “identificazione”, proprio della disciplina antiriciclaggio, e la nozione di

---

<sup>21</sup> Cfr. RAZZANTE, *Bitcoin e criptovalute. Profili fiscali, giuridici e finanziari*, Milano, 2018; nonché sempre di RAZZANTE, *Criptovalute e conferimenti aziendali*, in *Giur. it.*, 2019; RAZZANTE, *Criptovalute e rischi per la sicurezza*, in *Rass. Arma Car.*, 2018, 3, pp. 61-68. Si vedano anche, DELFRATE - COSSENTINO, *Criptovalute: risvolti fiscali per le persone fisiche*, in *Riv. Gdf.* 2024, 6, p. 1737 e ss.; MISITI, *Monete virtuali e valute virtuali*, in *penaledp.it*, 29 novembre 2024. Più recentemente, un documento della BANCA PER I REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Criptovalute e finanza decentralizzata*, n. 156, in [www.bis.org](http://www.bis.org), aprile 2025.

<sup>22</sup> Gli scambi finanziari che utilizzano la rete come strumento di contatto offrono alle organizzazioni criminali numerosi canali di riciclaggio estremamente innovativi rispetto a quelli tradizionali. Si è soliti parlare a tal riguardo di Cyberlaundering (o riciclaggio digitale) per indicare le condotte di occultamento dell'origine illecita dei fondi attraverso l'utilizzo delle reti informatiche, soprattutto dei nuovi sistemi di pagamento. Sul punto, rimane importanza assume il RAPPORTO EUROPOL COMMON CHALLENGE IN CYBERCRIME 2024, in *Review by Eurojust and Europol*, 31 gennaio 2025, il quale analizza le principali difficoltà nelle indagini sui crimini informatici e l'impatto delle nuove misure legislative dell'UE. Tra le sfide principali evidenziate spiccano il crescente volume di dati digitali, il rischio di perdita di informazioni cruciali e le barriere legali e tecniche all'accesso ai dati. L'uso diffuso di strumenti di anemizzazione rende ancora più difficile tracciare le attività criminali online. Per affrontare questi problemi, la relazione esamina le potenzialità di strumenti normativi come l'E-Evidence Package, il Digital Services Act e l'EU AI Act, «volti a migliorare la cooperazione transfrontaliera e facilitare l'accesso ai dati digitali per le indagini».

“tracciabilità”, più strettamente connessa alle operazioni di pagamento effettuate, ad esempio, mediante Bitcoin o altre criptovalute.

Il primo concetto si riferisce, in estrema sintesi, all’individuazione dell’identità anagrafica del soggetto che pone in essere la transazione; il secondo, invece, attiene alla mera registrazione informatica delle operazioni compiute da un detentore di chiave privata verso un altro soggetto titolare, a sua volta, di una diversa chiave privata, attraverso un sistema crittografico a chiave pubblica.

Da ciò discende che il tracciamento digitale della transazione non necessariamente consente di risalire all’identità reale dei soggetti coinvolti, limitandosi a documentare il movimento delle unità di valore tra indirizzi pseudonimizzati.

Tali strumenti, pur presentando caratteristiche di liquidità assimilabili a quelle della moneta avente corso legale, sono stati progettati per conservarne i tratti funzionali essenziali – quali la convertibilità, la trasferibilità e, in parte, l’anonimato – ma con un livello di rischio più contenuto, maggiore flessibilità operativa e costi di transazione significativamente ridotti.

Proprio da tali vantaggi, derivanti dalla velocità e dall’efficienza delle comunicazioni in rete, si spiega la crescente predilezione della criminalità organizzata per l’utilizzo di Internet quale infrastruttura privilegiata per il compimento di operazioni di riciclaggio.

La rete, infatti, offre un’ampia gamma di beni e servizi, ma soprattutto si caratterizza per l’assenza di un sistema giuridico internazionale solido e coerente, in grado di disciplinare efficacemente le condotte illecite informatiche.<sup>23</sup>

L’attuale assetto normativo sovranazionale, ancora frammentato e lacunoso, si rivela pertanto inadatto a fronteggiare i rischi connessi alla globalizzazione delle

---

<sup>23</sup> Più diffusamente sui reati informatici, cfr. RAZZANTE, *Attribuzione dei cyber attacchi*, in *European Journal of Privacy Law & Technologies*, n. 2, 2022, p. 215 e ss., UNGARO, *Autenticità dei dati: l’altro pilastro fondamentale della cybersecurity*, in *Riv. El. Diritto, economia e management*, 2025, n. 1, p. 122 e ss.

attività economiche, garantendo a chiunque – spesso in forma anonima e a costi irrisoni – l’accesso a servizi che possono agevolare l’occultamento o la movimentazione di proventi di origine delittuosa.

L’attività di controllo da parte delle autorità risulta, inoltre, particolarmente complessa, poiché l’accesso ai siti che offrono tali servizi è difficilmente monitorabile e gli intermediari che li gestiscono operano frequentemente in una zona di confine tra legalità e illegalità, invocando esigenze di tutela della riservatezza degli utenti.

Molte di queste piattaforme, inoltre, stabiliscono la propria sede legale in Paesi che adottano normative particolarmente permissive o comunque non armonizzate rispetto agli standard europei e internazionali in materia di antiriciclaggio.

Tale scenario ha imposto, quale reazione necessaria, un progressivo rafforzamento delle legislazioni nazionali in tema di trasparenza dei flussi finanziari e di controllo dei movimenti di capitale, accompagnato da un’intensificazione della cooperazione internazionale sia sul piano normativo che operativo.

Le Autorità di vigilanza e le Unità di Intelligence Finanziaria (UIF) dei principali ordinamenti hanno, in questa prospettiva, sviluppato forme di coordinamento sempre più strette, volte a condividere informazioni, prassi di analisi e strumenti tecnologici idonei a individuare tempestivamente le transazioni sospette e a ricostruire le catene di trasferimento dei capitali illeciti.<sup>24</sup>

Il diritto europeo, attraverso la costruzione di presidi regolatori come il MiCAR e la neoistituita AMLA, tenta di ricondurre questa nuova dimensione finanziaria entro un orizzonte di legalità tecnologicamente mediata, restituendo al principio di tracciabilità la sua centralità come fondamento della “financial integrity” e come

---

<sup>24</sup> L’autorità maggiormente caratterizzante l’architettura istituzionale dell’antiriciclaggio è l’unità di informazione finanziaria (UIF). Identifica quella Financial Intelligence Unit (FIU), di cui le raccomandazioni del GAFI e il diritto euro-unitario hanno sempre auspicato l’istituzione ai fini di una efficace tempestiva azione di prevenzione del riciclaggio: ovvero un’organizzazione pubblica «che funga da centro nazionale per la ricezione e l’analisi delle segnalazioni di operazioni sospette per la diffusione degli esiti di tale analisi».

misura della civiltà giuridica del mercato digitale.

Ancora una volta, il punto discriminante risiede nelle caratteristiche tecniche di funzionamento della blockchain: l’irrevocabilità e l’immutabilità delle operazioni una volta registrate, la certezza della marcatura temporale e la stabilità delle registrazioni, se da un lato costituiscono garanzie di integrità e affidabilità del sistema, dall’altro ne accentuano l’ambiguità funzionale, poiché consentono un anonimato che può sfuggire al controllo degli ordinamenti giuridici.

Per converso, se le tecnologie basate su “distributed ledger” garantiscono, sul piano oggettivo, la trasparenza delle registrazioni e l’immutabilità delle operazioni compiute, esse realizzano, sul versante soggettivo, forme più o meno stabili e irreversibili di opacità e occultamento dell’identità personale degli operatori coinvolti. La dimensione transnazionale, l’istantaneità delle transazioni e la vocazione originaria all’anonimato costituiscono, in tale prospettiva, le condizioni ideali per la commissione di reati finanziari e informatici di difficile perseguitabilità.<sup>25</sup>

L’assenza di un collegamento diretto e immediato tra l’autore materiale dell’operazione e la manifestazione esterna del negozio digitale determina, infatti, un vuoto di riferibilità giuridica, che rischia di tradursi in una sostanziale impunità per condotte illecite quali il riciclaggio, la corruzione, l’evasione fiscale o il finanziamento del terrorismo.

Il paradigma identificativo che connota la circolazione dei Bitcoin non realizza, tuttavia, una condizione di anonimato assoluto, bensì una forma di pseudonimato funzionale, nel senso che l’identità reale degli utenti risulta celata dietro un codice alfanumerico – la cosiddetta “chiave pubblica” – che rappresenta l’indirizzo attraverso il quale vengono effettuate le transazioni. Tale pseudonimato, per quanto idoneo a dissimulare l’identità personale dell’operatore, non è di per sé invalicabile:

---

<sup>25</sup> Cfr. MAJORANA, *Disciplina giuridiche fiscali delle criptovalute: sfida al legislatore dal web*, in *Corriere trib.*, 2018, p. 630; BELLINO, *I rischi legati all’ecosistema Bitcoin: i nuovi intermediari*, in *Riv. dir. banc.*, 2018.; BIXIO, *Valute virtuali adempimenti antiriciclaggio: riflessi su soggetti obbligati, nuovi e non*, in *Corriere trib.*, 2017, p. 2676.

le autorità competenti, avvalendosi di strumenti tecnologici avanzati di *blockchain analysis*, possono infrangere il velo dell’anonimato, correlando gli indirizzi informatici ai titolari effettivi dei conti digitali e consentendo così di perseguire le violazioni penalmente rilevanti secondo le norme interne e internazionali in materia di Anti-Money Laundering (AML).<sup>26</sup>

La trasparenza integrale del registro blockchain, infatti, consente di associare univocamente ogni operazione a una determinata chiave pubblica, rendendo in ogni caso identificabili l’account di partenza, quello di destinazione e l’importo trasferito. L’utilizzo di software specializzati consente, in alcuni casi, di risalire alla chiave privata corrispondente, e dunque all’identità dell’utente, consentendo la tracciabilità ex post dei flussi finanziari digitali e il disvelamento di operazioni riconducibili a persone fisiche o giuridiche.

Tuttavia, tale tracciabilità selettiva e secondaria, limitata ai casi in cui sia possibile un intervento tecnico di decrittazione, si trasforma nuovamente in anonimato integrale allorché vengano impiegati ulteriori strumenti di cifratura e offuscamento dei dati, capaci di occultare o disperdere irreversibilmente i riferimenti identificativi all’interno della rete blockchain.

La tecnologia DLT<sup>27</sup> e la blockchain si fondano, com’è noto, su un sistema di crittografia asimmetrica, in cui ciascun utente dispone di una coppia di chiavi – una privata, conservata segretamente, e una pubblica, derivata dalla prima – che consente l’interazione e lo scambio di dati con altri soggetti.

Nel sistema Bitcoin, chiunque può generare tali chiavi senza necessità di

---

<sup>26</sup> Cfr. MURTAS, *Antiriclaggio e criptoattività*, in (a cura di) ANNUNZIATA - VARANI, *Criptoattività. Antiriclaggio e gestione dei rischi aziendali*, Pacini giuridica, 2024, p. 38 e ss., ad avviso del quale il legislatore europeo intende così «affrontare il problema degli ampi spazi di anonimato consentiti ai soggetti coinvolti nelle transazioni» che radicano l’attitudine ad agevolare il riciclaggio del denaro sporco e il finanziamento delle attività terroristiche internazionali.

<sup>27</sup> “The term DLT does in the present scenarios describe technologies that enable the creation of a decentralized public register, containing all the transactions carried out by the members of the respective system and updatable by each independently of the other.”; così, PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2024, p. 36 e ss.

preventiva identificazione personale, e il numero di coppie di chiavi potenzialmente generabili è teoricamente infinito. Ne deriva che una singola identità – già di per sé pseudonimato – può essere associata a una molteplicità di chiavi pubbliche e private, ciascuna riferibile a una specifica transazione.<sup>28</sup>

Questo fenomeno rende frammentario e disaggregato il collegamento tra utente-disponente, utente-destinatario e singole operazioni, ostacolando gravemente la possibilità di ricondurre i flussi a un unico soggetto.<sup>29</sup>

A tale opacità contribuiscono ulteriormente i sistemi di “mixing” o “tumbling”, sempre più diffusi nel mercato delle cripto-attività, che operano mediante la commistione artificiale degli indirizzi di origine e di destinazione delle transazioni. Attraverso questi meccanismi, i movimenti di cripto-attività vengono frazionati e rimescolati in modo casuale, così da impedire la ricostruzione puntuale della sequenza temporale e logica delle operazioni.

Chi offre un servizio di *mixer* realizza, di fatto, un oscuramento totale delle origini, della destinazione e delle parti coinvolte, generando un effetto di dissimulazione che, pur non essendo di per sé illecito, può facilmente prestarsi a finalità di riciclaggio o di finanziamento illecito.

Tali sistemi, concepiti originariamente per garantire un più elevato livello di privacy degli utenti e tutelarne la riservatezza nei rapporti digitali, si collocano in una zona giuridicamente ambigua: da strumenti di protezione dei dati, possono divenire mezzi di elusione sistematica della normativa antiriciclaggio.

Proprio per tale ragione, il divieto di impiego di tecniche di mixing o tumbling è stato individuato come uno degli snodi cruciali della nuova strategia regolatoria. In ambito europeo, tale orientamento è confluito nel pacchetto normativo “Anti-

---

<sup>28</sup> Cfr., ex multis, LEHMANN, *Crypto-économies et droit international*, in *Recueil des cours*, 438, Leiden/Boston, 2024, p. 36 e ss.

<sup>29</sup> Cfr., PEDERZINI, *La tracciabilità dei movimenti finanziari tra anonimato e pseudonimato: FinTech, incorporazione del diritto nella tecnica e paradigma by design*, in *Riv. dir. banc.*, n. 1, 2022, p. 79 e ss.

Money Laundering VI" (AML Package 2021), che prevede il rafforzamento dei presidi di tracciabilità delle operazioni in cripto-attività. Analogamente, negli Stati Uniti, il "Blockchain Integrity Act", attualmente all'esame del Congresso, propone una moratoria biennale sull'utilizzo di mixer e altri strumenti di offuscamento, al fine di consentire alle autorità di valutare i rischi sistematici derivanti dalla non tracciabilità delle transazioni.

L'ambivalenza di tali strumenti, a metà strada tra garanzia di libertà individuale e potenziale veicolo di illeciti finanziari, evidenzia la necessità di un approccio regolatorio bilanciato, capace di preservare la tutela della privacy senza compromettere la capacità di vigilanza e di enforcement degli ordinamenti giuridici.

In ciò si misura, oggi, una delle sfide più complesse e paradigmatiche della disciplina europea delle cripto-attività: coniugare innovazione tecnologica, trasparenza dei mercati e responsabilità giuridica in un contesto che tende strutturalmente a sfuggire ai confini tradizionali del diritto.

Accanto alla possibilità – sempre più concreta – che le ricchezze accumulate attraverso attività illecite non vengano reimmesse nei circuiti della moneta legale, ma continuino a circolare in forma di cripto-attività accettate come mezzo di pagamento o utilizzate a fini di investimento e di riserva di valore, si colloca la problematica della conversione e reimmissione dei fondi al di fuori di qualunque canale di intermediazione regolamentata.

La costante evoluzione tecnologica e l'effetto di progressiva disintermediazione che ne deriva su tutti i livelli del sistema finanziario amplificano tale rischio, poiché consentono lo svolgimento di operazioni di scambio, conversione o trasferimento di ricchezza digitale senza l'ausilio di piattaforme centralizzate o di prestatori di servizi di cambio autorizzati.

In questo contesto, permane l'interrogativo circa gli strumenti tecnici di cui le Unità di Informazione Finanziaria (FIU) dovrebbero disporre per associare, in modo certo, un indirizzo di valuta virtuale all'identità del suo reale titolare effettivo – come

auspicato dalla normativa europea –. Ad oggi, tuttavia, non sembrano esistere tecnologie universalmente adottate o sistemi informativi realmente efficaci che consentano di stabilire un collegamento univoco tra la persona fisica e l'account digitale attraverso il quale vengono effettuate operazioni espresse in Bitcoin o in altre Altcoins.

Nella maggior parte dei casi, è possibile risalire unicamente all'indirizzo IP del terminale utilizzato per la trasmissione o la ricezione dei fondi, elemento che, da solo, non garantisce la certezza dell'identificazione soggettiva.

In questo scenario, il legislatore italiano ha mostrato una notevole lungimiranza e sensibilità rispetto ai profili di rischio connessi alla crescente smaterializzazione dei mezzi di pagamento e alla prospettica centralità dei mercati fondati su valori digitali.

Consapevole della continua e imprevedibile evoluzione tecnologica, egli ha progressivamente ampliato il perimetro soggettivo della disciplina, estendendone l'applicazione non solo ai prestatori di servizi di cambio tra valute aventi corso legale e valute virtuali, ma anche alle attività di conversione tra differenti rappresentazioni digitali di valore (c.d. *crypto-to-crypto exchange*), accanto alle più tradizionali operazioni di cambio da e verso la moneta avente corso forzoso.

L'inasprimento della normativa, pertanto, risponde all'esigenza di presidiare anche i segmenti più innovativi e sfuggenti del mercato delle cripto-attività, ove la possibilità di anonimato e la mancanza di controllo intermedio rendono più insidiosa la prevenzione del riciclaggio.

Parallelamente, si assiste a un significativo rafforzamento degli strumenti di *compliance* digitale, con il crescente impiego, da parte degli intermediari finanziari, di tecnologie di identificazione a distanza, sistemi di *machine learning* e reti neurali per la profilazione automatica del rischio, la selezione e classificazione delle operazioni anomale e il monitoraggio dei flussi sospetti.

L'utilizzo di tecniche di *artificial intelligence* nel settore AML/CFT mira a

coniugare efficienza procedurale e affidabilità analitica, consentendo una più accurata individuazione dei comportamenti di rischio e un miglioramento della capacità predittiva delle strutture di vigilanza interna.

Un quadro normativo efficace deve, dunque, operare secondo un principio di equivalenza funzionale: le cripto-attività che presentano rischi analoghi a quelli delle attività finanziarie tradizionali devono essere assoggettate agli stessi obblighi regolamentari e ai medesimi meccanismi di controllo.

Solo in tal modo è possibile garantire la neutralità tecnologica della disciplina e prevenire arbitraggi regolamentari che minerebbero la coerenza dell'intero sistema di prevenzione.

In dottrina si è tuttavia osservato come, argomentando a partire dalla natura intrinsecamente tracciabile e immutabile delle registrazioni blockchain, la tecnologia stessa possa prestarsi – in una prospettiva rovesciata – a un uso virtuoso a fini di legalità economica.<sup>30</sup>

La tracciabilità oggettiva, l'accessibilità (totale o parziale) del registro e la sua inalterabilità temporale costituiscono, infatti, caratteristiche che, se opportunamente valorizzate, potrebbero trasformare il Bitcoin da veicolo di illeciti a strumento di contrasto ai reati commessi attraverso l'uso del denaro contante.

Alcuni studi recenti hanno teorizzato che un sistema basato su monete digitali concorrenziali, se pienamente tracciabile e interoperabile, potrebbe ridurre drasticamente i fenomeni di evasione, corruzione e criminalità finanziaria, fino a rendere superflua la circolazione del contante e a garantire una più elevata stabilità macroeconomica.

Tali teorie, pur suggestive, assumono talora tratti utopici, prospettando l'abolizione della moneta legale e la scomparsa delle crisi finanziarie e dell'inflazione

---

<sup>30</sup> Si veda, in tema, BARBARESI - GIUDICI, *Quattro a ragioni per cui la Blockchain non ha (ancora?) Rivoluzionato i mercati finanziari*, in (a cura di) PAGLIARIN - PERATHONER - LAIMER - CREPAZ, *Criptovalute e monete digitali. Riflessioni giuridiche*, Collana Economia e Diritto Italiano, Europeo e Internazionale, Giuffrè lefeuvre, 2025, p. 17 e ss.

grazie all'avvento di un'economia fondata esclusivamente su monete digitali.

In realtà, l'apporto della tecnologia DLT al sistema finanziario può tradursi in un effettivo rafforzamento dell'affidabilità e della sicurezza solo nella misura in cui sia accompagnato da un solido apparato normativo e istituzionale.

La tracciabilità oggettiva delle operazioni – cioè l'accessibilità pubblica, o parzialmente pubblica, del database che raccoglie in modo permanente e immodificabile tutte le transazioni effettuate tra gli utenti – costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente, per garantire la legalità del sistema. Senza una parallela tracciabilità soggettiva, assicurata da norme capaci di ricondurre con certezza le operazioni ai titolari effettivi, il rischio è che i benefici tecnologici vengano vanificati, dando luogo al paradosso di un ambiente ideale per la commissione dei reati che la disciplina intende prevenire.<sup>31</sup>

3. Nel panorama dei sistemi giuridici avanzati, la prevenzione del riciclaggio dei proventi di attività criminose e del finanziamento del terrorismo ha assunto una funzione strutturale nell'ambito della legislazione economico-finanziaria, divenendo presidio essenziale della legalità dei mercati e componente stabile della governance della stabilità finanziaria.

Essa costituisce, infatti, uno dei cardini del diritto dell'economia contemporaneo, in quanto strumento volto non solo alla repressione delle condotte illecite, ma alla protezione sistematica dell'integrità e della trasparenza del mercato.

Il modello italiano di prevenzione si è progressivamente evoluto in stretta connessione con l'elaborazione dei principi internazionali promossi dal Financial Action Task Force (FATF)<sup>32</sup> – Groupe d'Action Financière Internationale (GAFI)<sup>33</sup> e

---

<sup>31</sup> Cfr. PEDERZINI, *Antiriciclaggio e tracciabilità dei movimenti finanziari*, in (a cura di) CIAN - SANDEI, *Diritto del Fintech*, Cedam, 2024, pp. 79-80

<sup>32</sup> Cfr., FATF, *Annual Report 2023/2024*, in [fatf-gafi.org](http://fatf-gafi.org), 30 giugno 2024.

<sup>33</sup> Si veda, GAFI, *Annual Report, 2023/2024*, in [antiriciclaggiocompliance.it](http://antiriciclaggiocompliance.it), 2 febbraio 2025. «Nell'anno di riferimento il GAFI ha compiuto notevoli progressi nella lotta alla criminalità finanziaria, concentrandosi su diversi aspetti chiave quali: rafforzamento della conformità globale agli

recepiti, a livello europeo, attraverso le cinque direttive antiriciclaggio (Direttive 91/308/CEE, 2001/97/CE, 2005/60/CE, 2015/849/UE e 2018/843/UE).

L'ordinamento nazionale ha avviato un organico processo di adeguamento già con la L. 5 luglio 1991, n. 197, poi sistematizzato nel D. Lgs. 21 novembre 2007, n. 231 (il c.d. Decreto Antiriciclaggio), che rappresenta tuttora l'asse portante della disciplina italiana in materia di Anti-Money Laundering (AML) e Counter-Terrorist Financing (CTF).

La riforma del 2007 ha segnato, come a breve si dirà meglio, una cesura concettuale nel sistema di prevenzione, introducendo un approccio di tipo collaborativo e proattivo fondato sull'interazione tra autorità pubbliche, intermediari bancari, operatori finanziari e professionisti.

Elemento qualificante dell'assetto istituzionale è l'istituzione, presso la Banca d'Italia, dell'Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia (UIF), organo indipendente deputato a ricevere, analizzare e diffondere le segnalazioni di operazioni sospette trasmesse dai soggetti obbligati.

La creazione della UIF ha conferito al sistema una dimensione tecnica e analitica di livello superiore, idonea a rafforzare la capacità di prevenzione rispetto ai rischi di riciclaggio.

La sua istituzione ha impresso al sistema antiriciclaggio una decisa svolta sul piano tecnico e analitico, conferendogli una capacità di elaborazione e di valutazione

---

standard del Gruppo; la trasparenza sulla titolarità effettiva; le modifiche degli standard GAFI sulle organizzazioni non profit (ONP); il rafforzamento della rete globale; la promozione dell'inclusività di genere all'interno del Gruppo e della sua rete globale; il monitoraggio dei rischi emergenti, con approfondimento su frodi informatiche, uso illecito del crowdfunding per il finanziamento del terrorismo e abusi dei programmi di cittadinanza e residenza per investimenti, oltre a indagini sul ransomware e sulla corruzione; l'aggiornamento degli standard internazionali su questo tema è la collaborazione rafforzata con INTERPOL per migliorare l'applicazione operativa di tali misure; e, infine, la predisposizione di un elenco delle giurisdizioni coinvolte nella fornitura di servizi di attività virtuali (VASP). Questi progressi evidenziano un impegno continuo per contrastare la criminalità finanziaria, rafforzare la cooperazione internazionale e a dettasi alle nuove sfide del panorama globale».

del rischio di livello superiore, idonea a rafforzarne l'efficacia preventiva.<sup>34</sup>

L'evoluzione del modello italiano — oggi riconosciuto quale *best practice* a livello internazionale — ha contribuito a consolidare la fiducia reciproca tra operatori, autorità di vigilanza e sistema giudiziario, ponendo le basi per una sinergia istituzionale stabile e funzionale. Tale cooperazione ha progressivamente assunto un valore sistematico, trasformandosi in uno dei pilastri della cultura giuridico-finanziaria nazionale e in un paradigma di riferimento per la costruzione di un ordinamento europeo di prevenzione e contrasto del riciclaggio fondato sulla trasparenza, sulla tracciabilità e sulla responsabilità condivisa.<sup>35</sup>

La struttura delineata dal legislatore si fonda su una chiara ripartizione di competenze: all'UIF spetta l'attività di analisi finanziaria e intelligence preventiva, mentre le funzioni di indagine penale e di contrasto repressivo sono affidate a organismi specializzati, in primis al Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza e alla Direzione Investigativa Antimafia (DIA).

L'integrazione tra tali soggetti ha favorito la costruzione di un sistema multilivello di cooperazione che, seppure migliorabile sotto il profilo della piena interoperabilità delle basi dati, rappresenta un modello efficiente di sinergia istituzionale e di interconnessione informativa.

La collaborazione tra UIF e Autorità giudiziaria, in particolare, ha assunto un

---

<sup>34</sup> Cfr. Raccomandazioni GAFI, n. 29, ai sensi del quale «i Paesi devono istituire un'Unità d'Informazione Finanziaria (UIF) che funga da centro nazionale per la ricezione e l'analisi di: a) segnalazioni di operazioni sospette; b) altre informazioni rilevanti relative al riciclaggio di denaro, ai reati-presupposto associati e al finanziamento del terrorismo, e per la diffusione degli esiti di tali analisi. L'Unità di Informazione Finanziaria deve essere in grado di ottenere ulteriori informazioni dei soggetti segnalanti, e deve avere tempestivamente accesso alle informazioni finanziarie, amministrative e delle forze dell'ordine necessarie per esercitare correttamente le proprie funzioni.

<sup>35</sup> Sul tema della regolazione e dell'architettura europea della supervisione, si vedano, SICLARI, *La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2016, p. 189 e ss.; CAPRIGLIONE - SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Utet Giuridica, Milano, 2019; SCIASCIA, *La regolazione giuridica del rischio sistematico. Stabilità finanziaria e politiche macroprudenziali*, Giuffrè, Milano, 2021; LO CONTE, *L'ordinamento pubblico europeo del credito: profili evolutivi*, in *dir.publ.eu.* - Rassegna Online, 2023, p. 401 e ss.

rilievo strategico nella ricostruzione dei flussi finanziari e nella valorizzazione investigativa delle segnalazioni.

Un ulteriore rafforzamento del coordinamento interistituzionale è derivato dal recepimento della IV Direttiva (UE) 2015/849, che ha formalmente incluso la Direzione Nazionale Antimafia e Antiterrorismo (DNA) nel circuito di prevenzione, consentendo incroci sistematici tra le banche dati UIF e DNA e potenziando la capacità di individuare operazioni riconducibili alla criminalità organizzata.

Il sistema italiano di financial intelligence ha inoltre esteso progressivamente il proprio perimetro applicativo, includendo – oltre alla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo – anche la proliferazione delle armi di distruzione di massa, le attività connesse a materiali bellici e mine antiuomo, nonché la prevenzione della corruzione e dell'evasione fiscale, nella prospettiva più ampia di una “financial integrity governance”.<sup>36</sup>

In questa visione, la UIF non è soltanto un organo tecnico di raccolta dati, ma un fulcro strategico della legalità economica, destinato a integrare le logiche di prevenzione finanziaria con le politiche pubbliche di contrasto alla criminalità economica e alla destabilizzazione dei mercati.<sup>37</sup>

---

<sup>36</sup> Cfr. MITSILEGAS, *New Forms of Transnational Policing: The Emergence of Financial Intelligence Units in the European Union and the Challenge of Human Rights*, in *Journal of Money Laundering Control*, 2000, p. 250 e ss.; LOWE, *Anti-Money Laundering, The need for intelligence*, in *Journal of Financial Crime*, 2017, p. 472 e. ss.; REZNIK - UTKINA - BONDARENKO, *Financial Intelligence (monitoring) as an effective way in the field of combating money laundering*, in *Journal of Money Laundering Control*, 2023, p. 94 e ss.

<sup>37</sup> Le origini dell'attuale organismo competente, tra le altre funzioni, alla ricezione e all'analisi delle segnalazioni di operazioni sospette (*suspicious transaction reports – STR*), non sono recenti. Come già osservato, l'assetto originario del sistema antiriciclaggio italiano si caratterizzava per una struttura poco specializzata e fortemente frammentata, nella quale le procedure di trasmissione e valutazione delle segnalazioni risultavano particolarmente complesse e inefficaci. In base al meccanismo allora vigente, i soggetti obbligati dovevano inoltrare le segnalazioni di operazioni sospette alle Questure, che a loro volta le trasmettevano al Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza. Mancava, pertanto, una struttura istituzionalmente dedicata alla ricezione centralizzata e all'analisi tecnico-finanziaria delle segnalazioni, con la conseguenza che l'intero procedimento si caratterizzava per una duplice criticità: da un lato, l'eccessiva stratificazione procedimentale, causa di ritardi nella valutazione delle operazioni sospette; dall'altro, l'assenza di un'adeguata competenza finanziaria e di strumenti analitici evoluti, poiché gli organi coinvolti operavano prevalentemente su un piano investigativo e repressivo, piuttosto che preventivo e di intelligence economica.

Il primo significativo rimedio a tali inefficienze fu introdotto dal D. lgs. 26 maggio 1997, n. 153, che attribuì all’Ufficio Italiano dei Cambi (UIC) la funzione di ricezione e analisi finanziaria delle SOS. L’UIC esercitò tale ruolo per circa un decennio, fino alla sua soppressione, avvenuta in attuazione del processo di riorganizzazione della Banca d’Italia. In via transitoria, le funzioni di Financial Intelligence Unit (FIU) furono affidate alla Divisione Servizio Antiriciclaggio della stessa Banca d’Italia, sino alla formale istituzione, nel gennaio 2008, dell’attuale Unità di Informazione Finanziaria per l’Italia (UIF), che subentrò nel ruolo di organo centrale di ricezione, analisi e trasmissione delle informazioni in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. La UIF è strutturata secondo un modello amministrativo indipendente, privo di personalità giuridica propria, ma istituito presso la Banca d’Italia, che ne disciplina l’organizzazione e il funzionamento (cfr., BORRELLO, *Financial Intelligence Unit (FIU)*, in (a cura di) SICLARI, *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authorities and Supervision*, Londra, 2015, p. 261 e ss.; BORRELLO, *I presidi antiriciclaggio e il contrasto alla corruzione. L’esperienza dell’Unità di Informazione Finanziaria per l’Italia*, in *Riv. econ. Cult. Ric. Soc.*, 2017, p. 25). Tale configurazione determina l’impossibilità di qualificare la UIF come vero e proprio ente pubblico, dovendo piuttosto considerarla una struttura autonoma di primo livello, incardinata nell’organizzazione della Banca d’Italia ma dotata di autonomia operativa e decisionale. La collocazione presso la Banca d’Italia non implica, tuttavia, l’esistenza di un rapporto gerarchico o di direzione. La UIF non è soggetta a poteri di comando o di controllo da parte della Banca, e la giurisprudenza si è limitata a descrivere tale relazione come un “forte rapporto di penetrazione” (si veda, Cons. St., Ad. Gen., 3 agosto 2018, n. 2018, in *giustizia-amministrativa.it*) senza peraltro pervenire a una qualificazione giuridica univoca.

In termini funzionali, il legame tra le due strutture può essere definito come una relazione di strumentalità reciproca e di coordinamento paritetico, improntata a criteri di equiordinazione (con riguardo al coordinamento nelle relazioni equiordinate, Cfr. CLEMENTE DI SAN LUCA, *Organizzazione amministrativa. Rapporti organizzativi*, in *Treccani.it*, 2015). Da tale configurazione derivano due conseguenze fondamentali.

In primo luogo, la bidirezionalità dei flussi informativi: l’attività di controllo antiriciclaggio svolta dalla UIF costituisce un complemento funzionale della vigilanza bancaria esercitata dalla Banca d’Italia, e, simmetricamente, i dati e le informazioni raccolti dalla Banca mediante i propri poteri di supervisione risultano strumentali all’attività di analisi e monitoraggio dell’Unità. In secondo luogo, la Banca d’Italia dispone di un potere di coordinamento, inteso come quell’insieme di strumenti che, pur nel rispetto dell’autonomia dell’organismo coordinato, mirano ad assicurare l’armonizzazione delle rispettive funzioni, anche mediante l’intervento su profili organizzativi e procedurali. In altri termini, la Banca d’Italia non esercita sulla UIF un potere di direzione, ma piuttosto un potere di coordinamento funzionale, volto a garantire coerenza sistematica e continuità operativa tra le due sfere di attività, in un quadro di equilibrio istituzionale. Il vero nodo problematico – spesso trascurato dalla dottrina – riguarda tuttavia l’opportunità di mantenere la UIF come struttura priva di personalità giuridica, e quindi formalmente inserita nell’organizzazione della Banca d’Italia. L’opzione di collocarla presso quest’ultima rispondeva, in origine, all’intento di valorizzare le sinergie tra la vigilanza prudenziale e l’analisi delle operazioni sospette, nella consapevolezza della reciproca interdipendenza tra la stabilità del sistema bancario e l’efficacia della disciplina antiriciclaggio. Tale giustificazione, tuttavia, appare oggi parzialmente superata dall’evoluzione della normativa e dalla progressiva espansione del perimetro soggettivo dei destinatari degli obblighi AML/CFT, che non si limita più agli intermediari bancari e finanziari, ma comprende un’ampia platea di operatori economici e professionali. Ne consegue che l’attività della UIF non può più essere considerata meramente strumentale alla sola vigilanza bancaria, ma si pone in una logica interistituzionale, funzionale alle prerogative di diverse autorità – nazionali e internazionali – impegnate nella tutela della legalità economica e finanziaria. La prospettiva che si apre con la futura istituzione dell’Autorità Europea Antiriciclaggio (AMLA) impone, in tale ottica, una riflessione rinnovata sulla natura giuridica e sull’assetto istituzionale della UIF, affinché la sua integrazione nel sistema europeo avvenga in

L'esperienza maturata consente di considerare il modello italiano di prevenzione e intelligence finanziaria uno dei più avanzati in Europa, per ampiezza dei flussi informativi, efficacia dell'analisi e capacità di cooperazione multilivello - operata con l'istituzione dell'Anti-Money Laundering Authority (AMLA) a livello europeo - impone oggi una riflessione critica sulla necessità di una integrazione armonica tra disciplina nazionale e quadro sovranazionale, nella direzione di un sistema unitario di vigilanza AML/CFT che preservi la qualità e l'autonomia del modello italiano, inserendolo nel più ampio disegno di convergenza europea.

La cosiddetta V Direttiva Antiriciclaggio segna un punto di svolta nel panorama normativo dell'Unione europea, rappresentando il primo intervento legislativo in cui il fenomeno delle valute virtuali – sino ad allora sviluppatisi in un contesto privo di una disciplina giuridica specifica – riceve una regolamentazione positiva e, contestualmente, una definizione normativa.

I Considerando nn. 8, 9 e 10 della direttiva delineano in modo chiaro il quadro di riferimento che ha orientato il legislatore europeo.

Da essi emergono alcuni profili di rilievo: anzitutto, si evidenzia come i prestatori di servizi la cui attività consista nello scambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale, nonché i prestatori di servizi di portafoglio digitale<sup>38</sup> e, non fossero inizialmente soggetti all'obbligo – previsto dalla disciplina unionale – di identificare le operazioni sospette.

Tale lacuna regolatoria, unitamente al carattere tendenzialmente anonimo delle transazioni effettuate tramite piattaforme di scambio, ha reso possibile che organizzazioni criminali e gruppi terroristici potessero trasferire fondi verso il sistema finanziario dell'Unione o all'interno delle reti di valute virtuali, dissimulando la

---

condizioni di piena autonomia e cooperazione paritaria con le altre *Financial Intelligence Units* dell'Unione.

<sup>38</sup> Cfr. i rilievi di ACCINNI, *Regole antiriciclaggio e risvolti penalistici dell'operatività in valute virtuali*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1516 e ss., e di GAMBOGI, *La disciplina sanzionatorie della nuova normativa antiriciclaggio di cui al d. lgs. 25 maggio 2017, n. 90*, in (a cura di) MAIELLO - DELLA RAGIONE, *Riciclaggio i reati nella gestione dei flussi di denaro sporco*, Milano, 2018.

provenienza dei capitali o beneficiando di un livello di opacità difficilmente penetrabile.

Il legislatore europeo ha pertanto riconosciuto che l’anonimato connaturato alle valute virtuali ne consente un potenziale impiego distorto per finalità illecite. Pur includendo nell’ambito soggettivo di applicazione della direttiva i prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale, nonché i fornitori di portafogli digitali, il legislatore ammette che tale estensione non sia idonea a risolvere integralmente la problematica dell’anonimato. Invero, gli utenti possono porre in essere operazioni anche al di fuori dell’intermediazione di tali soggetti, sicché una parte consistente dell’ecosistema delle valute virtuali continuerà a caratterizzarsi per l’impossibilità di ricondurre con certezza le transazioni ai rispettivi titolari effettivi.

La direttiva, inoltre, chiarisce che le valute virtuali non devono essere confuse né con la moneta elettronica, come definita dall’art. 2, par. 2, della direttiva 2009/110/CE, né con il concetto più ampio di “fondi” di cui all’art. 4, punto 25, della direttiva (UE) 2015/2366 (*Payment Services Directive 2*). Esse non coincidono, altresì, con il valore monetario utilizzato per l’esecuzione di operazioni di pagamento, né con le valute di gioco destinate esclusivamente a circolare in un ambiente virtuale delimitato.

L’obiettivo perseguito dalla V Direttiva Antiriciclaggio è, pertanto, quello di estendere il perimetro della normativa a tutte le possibili modalità di utilizzo delle valute virtuali, assicurando una copertura quanto più ampia possibile dei rischi connessi al loro impiego.

Da ciò traspare con evidenza l’urgenza di fornire una regolamentazione positiva a un fenomeno ormai radicato nella prassi economico-finanziaria e potenzialmente funzionale a condotte illecite. Tuttavia, permane la consapevolezza che l’intervento normativo, pur rappresentando un passo significativo verso una maggiore trasparenza del sistema, non sia sufficiente a neutralizzare in modo

definitivo gli usi distorti delle valute virtuali, anche in considerazione delle intrinseche difficoltà di pervenire a una definizione giuridica univoca e condivisa dello strumento.

Non a caso, già da alcuni anni, le principali autorità e organismi internazionali si erano attivati nel tentativo di elaborare una tassonomia comune e coerente del fenomeno, idonea a favorire una più efficace cooperazione sovranazionale nella prevenzione e repressione dei rischi connessi all'impiego delle criptovalute nei circuiti finanziari globali.<sup>39</sup>

La Banca Centrale Europea (BCE), in una propria pubblicazione del 2012, fornì una delle prime definizioni istituzionali di valuta virtuale, qualificandola come «*a type of unregulated digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community*». Tale definizione, come precisato nel medesimo rapporto, era suscettibile di futuri adattamenti, in considerazione dell'evoluzione delle caratteristiche strutturali e funzionali degli strumenti in questione.

In quella sede, l'analisi della BCE si concentrava in particolare su due schemi di riferimento che, all'epoca, godevano di un'elevata diffusione: il Bitcoin Scheme e il Second Life Scheme. Lo studio mirava, da un lato, a fornire una classificazione economico-giuridica delle valute virtuali e delle loro interazioni con le monete aventi corso legale e con le economie reali; dall'altro, ad evidenziare i rischi connessi al possibile impiego distorto di tali strumenti, con specifico riguardo ai profili di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

In tale prospettiva, veniva segnalato come l'assenza di una regolamentazione organica e l'elevato grado di anonimato dei soggetti coinvolti nelle transazioni costituissero fattori idonei ad agevolare fenomeni di riciclaggio, rendendo più complessa l'attività di tracciamento e di vigilanza da parte delle autorità competenti.

---

<sup>39</sup> In argomento, cfr. AVGOULEAS, *Digital Finance, Crypto-Assets and Systemic Risk: A New Legal Paradigm*, Cambridge University Press, 2024, e ZETZSCHE, *Regulating Crypto-Assets within the EU's New Financial Architecture*, in *Journal of Banking Regulation*, 2023, p. 211 e ss.

Nel 2014, il Financial Action Task Force – Groupe d’Action Financière Internationale (FATF-GAFI) dedicò al tema delle valute virtuali un rapporto specifico, interamente focalizzato sui rischi di utilizzo illecito dello strumento.

In tale documento, il FATF-GAFI definì la valuta virtuale come «*a digital representation of value that can be digitally traded and functions as (1) a medium of exchange; and/or (2) a unit of account; and/or (3) a store of value, but does not have legal tender status (...) in any jurisdiction. It is not issued nor guaranteed by any jurisdiction, and fulfills currency functions*».<sup>40</sup>

Pur muovendo da prospettive metodologiche differenti, le posizioni espresse dal Financial Action Task Force (FATF-GAFI) e dalla Banca Centrale Europea convergono nel riconoscere la natura strutturalmente rischiosa delle valute virtuali, quale riflesso dell’anonimato tecnologico e dell’assenza, nel momento originario della loro diffusione, di un quadro regolatorio uniforme.

Entrambe le istituzioni giungono, seppur attraverso itinerari analitici diversi, a una conclusione comune: il deficit di trasparenza e di accountability che connota la circolazione delle cripto-attività costituisce un fattore idoneo a compromettere l’effettività delle strategie di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, rendendo sostanzialmente illusorio il presidio di legalità economica.

In particolare, il documento del FATF-GAFI, pur discostandosi in parte dalle classificazioni operate dalla BCE, ne condivideva la preoccupazione di fondo, individuando i principali profili di rischio in tre elementi cardine:

- l’anonimato dei soggetti coinvolti nelle operazioni, che ostacola l’identificazione dei titolari effettivi e sottrae le transazioni al circuito della tracciabilità giuridica;
- l’assenza di un corpus normativo vincolante che definisca gli obblighi di condotta, i limiti operativi e le responsabilità degli intermediari;

---

<sup>40</sup> Cfr. FATF, *Virtual Currencies: Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*, Giugno 2014.

– e la facilità tecnologica di elusione dei controlli, che consente la disaggregazione dei servizi e la creazione di architetture transfrontaliere opache, refrattarie all'azione coercitiva delle autorità nazionali.

La possibilità di realizzare operazioni al di fuori della giurisdizione territoriale delle autorità competenti ha determinato una vera e propria evanescenza della responsabilità di vigilanza e di compliance, con il conseguente svuotamento dell'efficacia delle norme antiriciclaggio.

Si delinea, così, una frattura tra la dimensione tecnologica globale e la capacità regolatoria degli Stati, che rappresenta uno dei punti di crisi più significativi della sovranità finanziaria nel contesto digitale.

Il diritto tradizionale, costruito su presupposti di territorialità, si è trovato improvvisamente dinanzi a un fenomeno che trascende i confini giuridici, rendendo necessaria una reazione normativa di livello sovranazionale.

Sebbene le posizioni di BCE e FATF-GAFI non esauriscano la complessità della questione definitoria e classificatoria delle valute virtuali – sulla quale si è sviluppata, negli anni successivi, una copiosa riflessione dottrinale e istituzionale – esse costituiscono il punto di svolta concettuale che ha orientato il legislatore europeo verso la costruzione di un nuovo paradigma regolatorio.

Le analisi di tali organismi hanno, infatti, svolto una funzione di anticipazione e di legittimazione epistemica del futuro intervento legislativo unionale, segnando il passaggio da una percezione episodica del rischio a una concezione sistematica della minaccia derivante dall'uso distorto delle tecnologie decentralizzate.

È in questo contesto che la questione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo connessa all'impiego delle valute virtuali ha assunto un rilievo crescente, fino a divenire uno dei pilastri della V Direttiva Antiriciclaggio (Direttiva UE 2018/843).

Il legislatore europeo, facendo proprie le valutazioni di BCE e FATF-GAFI, ha inteso trasfondere nell'ordinamento dell'Unione una concezione ampliata della

prevenzione, non più limitata ai canali bancari tradizionali ma estesa a tutti i soggetti e strumenti che, anche solo potenzialmente, possono fungere da veicolo di trasferimento di valore.

Da tale impostazione discende il principio, oggi cardine dell’assetto AML/CFT europeo, secondo cui ogni innovazione finanziaria che consenta la movimentazione di valore deve essere accompagnata da un corrispettivo presidio di tracciabilità e responsabilità.

Il passaggio dalla segnalazione del rischio alla normazione positiva evidenzia, dunque, la funzione propulsiva del diritto sovranazionale come risposta alla crisi di efficacia delle normative interne, incapaci di fronteggiare fenomeni globali e tecnologicamente sofisticati.

In questo senso, la V Direttiva non nasce soltanto come atto di armonizzazione, ma come strumento di ricomposizione del rapporto tra libertà economica e sicurezza giuridica, restituendo alla tracciabilità la sua valenza di principio strutturale dell’ordine finanziario europeo.<sup>41</sup>

Ciò emerge sin dalle premesse dei Considerando, nei quali il legislatore europeo manifesta la volontà di estendere il perimetro della disciplina alle nuove tecnologie finanziarie, riconoscendo l’esigenza di garantire un equilibrio tra innovazione digitale e integrità del mercato finanziario dell’Unione.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> Il recepimento della V Direttiva è avvenuto attraverso il D. Lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, a distanza relativamente breve dall’entrata in vigore del recepimento della IV Direttiva, avvenuto con il D. Lgs 25 maggio 2017, n. 90, entrato in vigore il 4 luglio 2017. Si veda, DELLA CASA, *Il recepimento italiano della V Direttiva AML e la disciplina dei prestatori di servizi in valute virtuali*, in *Dir. del comm. Intern.*, 2022, p. 389 e ss.

<sup>42</sup> Il Considerando n. 2 della V Direttiva Antiriciclaggio evidenzia l’emersione di nuove tendenze in materia di finanziamento del terrorismo, richiamando l’attenzione sulle modalità attraverso le quali i gruppi terroristici reperiscono e movimentano risorse economiche, anche mediante l’utilizzo di strumenti innovativi. In particolare, viene sottolineato come le moderne tecnologie – progressivamente affermatesi quali sistemi finanziari alternativi rispetto a quelli tradizionali – stiano acquisendo un ruolo crescente nel supportare tali attività, offrendo canali operativi più difficilmente tracciabili dalle autorità di vigilanza.

Il Considerando n. 8, in stretta correlazione con quanto precede, ribadisce che i prestatori di servizi la cui attività consista nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale – vale a dire le monete e le banconote dotate di corso legale, nonché la moneta elettronica emessa in

In un'ottica di prevenzione del riciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo (AML/CFT), il legislatore europeo ha progressivamente riconosciuto l'esigenza di assicurare alle autorità competenti strumenti idonei a monitorare, attraverso l'azione mediata dei soggetti obbligati, l'impiego delle valute virtuali nei circuiti economico-finanziari.

L'intervento normativo, ispirato al principio di proporzionalità e alla logica della prevenzione collaborativa, mira a costruire un sistema di controllo capace di contemperare due istanze solo apparentemente antitetiche: da un lato, la tutela dell'integrità del mercato e la tracciabilità dei flussi di valore; dall'altro, la salvaguardia dell'innovazione tecnologica, della sperimentazione finanziaria e delle nuove forme di imprenditorialità sociale fondate su paradigmi di finanza etica e trasparente.

Il Considerando n. 9 della V Direttiva antiriciclaggio rappresenta un punto di svolta in tale prospettiva, poiché individua nell'anonimato intrinseco delle valute virtuali la principale vulnerabilità sistemica dell'intero ecosistema digitale.

L'anonimato, infatti, costituisce il presupposto tecnico che consente il potenziale utilizzo distorto degli strumenti digitali per finalità criminose, eludendo la rete di tracciabilità e di responsabilità che sorregge la disciplina AML/CFT.

Pur estendendo gli obblighi di compliance ai prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale, nonché ai fornitori di servizi di portafoglio digitale, il legislatore europeo ha riconosciuto che tale estensione non è sufficiente,

---

un determinato Stato è accettata come mezzo di pagamento nel relativo ordinamento – e i prestatori di servizi di portafoglio digitale non siano, allo stato, soggetti agli obblighi previsti dal diritto dell'Unione in materia di identificazione delle operazioni sospette. Tale lacuna regolatoria, come rilevato dal legislatore europeo, può essere sfruttata da organizzazioni terroristiche per trasferire fondi verso il sistema finanziario dell'Unione o, in alternativa, per movimentarli all'interno delle reti di valute virtuali, dissimulando la provenienza delle risorse o avvalendosi dei margini di anonimato garantiti dalle piattaforme tecnologiche che consentono tali operazioni. Ne deriva, dunque, l'esigenza di estendere il perimetro soggettivo degli obblighi di *anti-money laundering* e *counter-terrorist financing* anche ai prestatori di servizi attivi nel comparto delle valute virtuali, così da colmare il vuoto normativo e rafforzare l'efficacia del sistema europeo di prevenzione.

di per sé, a neutralizzare il rischio derivante dalla possibilità per gli utenti di compiere transazioni in valuta virtuale al di fuori di qualunque intermediazione regolamentata.

La conseguenza è che una parte significativa delle operazioni rimane collocata in uno spazio giuridico “grigio”, connotato da un alto grado di opacità circa l’identità dei soggetti coinvolti e l’origine dei flussi finanziari.

Per attenuare tale rischio, la normativa unionale sollecita un rafforzamento delle prerogative delle Financial Intelligence Units (FIU) nazionali, le quali dovrebbero poter disporre di strumenti informativi e tecnologici idonei a collegare gli indirizzi delle valute virtuali all’identità effettiva dei titolari.

L’obiettivo è quello di ricondurre la tracciabilità digitale entro coordinate giuridiche certe, superando – o quantomeno riducendo – l’anonimato strutturale che caratterizza le transazioni in cripto-attività.

Tale approccio rivela la consapevolezza del legislatore europeo circa il limite intrinseco della regolamentazione, che, per quanto puntuale e sistematica, non può eliminare integralmente le vulnerabilità connesse alla natura decentralizzata e pseudonima delle tecnologie a registro distribuito.

La normativa, pertanto, non si limita a delineare un apparato prescrittivo, ma mira a costruire un sistema dinamico di vigilanza multilivello, fondato sulla collaborazione attiva tra autorità pubbliche e operatori privati, chiamati a concorrere alla tutela dell’integrità del mercato finanziario.

In questa prospettiva, la regolazione deve anzitutto individuare con precisione il perimetro soggettivo degli operatori economici tenuti agli obblighi di adeguata verifica della clientela, di conservazione dei dati e di segnalazione delle operazioni sospette; in secondo luogo, deve promuovere – anche attraverso l’attività di vigilanza – il rafforzamento dei presidi organizzativi e delle difese strutturali dei sistemi economici e sociali contro l’immissione di capitali illeciti o il finanziamento occulto di attività terroristiche.

Rimane, tuttavia, la consapevolezza che una quota non trascurabile delle

operazioni in valuta virtuale continuerà a svolgersi in circuiti non regolamentati, perpetuando così le stesse criticità che la direttiva intende contenere: l'anonimato dei soggetti, la difficoltà di tracciamento delle transazioni e la conseguente elusione dei meccanismi di controllo.

Nonostante tali limiti, la delimitazione di un perimetro definito di soggetti obbligati e di misure preventive rappresenta un progresso significativo nel processo di consolidamento della strategia europea di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, delineando un modello di governance finanziaria che si fonda non solo sull'enforcement normativo, ma sulla costruzione di una cultura condivisa della trasparenza economica.

Il Considerando n. 10 della V Direttiva Antiriciclaggio assume una valenza cruciale nella ricostruzione dogmatica della nozione di “valuta virtuale”, in quanto si premura di delinearne con precisione i confini concettuali e sistematici, evitando indebite sovrapposizioni con altre categorie di strumenti di pagamento già disciplinate dal diritto dell’Unione.

Il legislatore europeo, consapevole della crescente convergenza tecnologica tra strumenti di pagamento elettronici e cripto-attività, ha inteso definire un perimetro normativo chiaro e coerente, idoneo a preservare l’armonia interna del sistema e a scongiurare incertezze interpretative.

In tale prospettiva, viene espressamente chiarito che le valute virtuali non possono essere assimilate né alla moneta elettronica, di cui all’art. 2, paragrafo 2, della direttiva 2009/110/CE, né al concetto più ampio di “fondi” contemplato dall’art. 4, punto 25, della direttiva (UE) 2015/2366 (Payment Services Directive 2).

Esse non coincidono, altresì, con il valore monetario impiegato per l'esecuzione di operazioni di pagamento, né con le cosiddette “valute di gioco”, ossia i valori digitali destinati a circolare unicamente all'interno di un ambiente virtuale chiuso e non convertibili all'esterno.

Questa precisazione, lungi dal costituire una mera puntualizzazione

definitoria, assolve a una funzione sistematica essenziale: essa consente di individuare con esattezza l’ambito di applicazione della disciplina antiriciclaggio e di evitare la sovrapposizione tra il regime delle cripto-attività e quello, già consolidato, degli strumenti di pagamento elettronici.

La distinzione operata dal legislatore unionale si fonda su un criterio eminentemente sostanziale, imperniato sulla diversa natura giuridico-funzionale dei due istituti: mentre la moneta elettronica e gli altri mezzi di pagamento digitali rappresentano forme di valore emesse da un soggetto autorizzato e garantite da un ordinamento giuridico, le valute virtuali si caratterizzano per l’assenza di un emittente riconosciuto e per la decentralizzazione del processo di validazione e trasferimento, fondato sulla distributed ledger technology (DLT).

L’intento che permea tale distinzione è duplice; da un lato, il legislatore europeo mira a costruire un quadro di vigilanza coerente con la finalità preventiva e di trasparenza che ispira la disciplina AML/CFT; dall’altro, intende garantire che l’applicazione delle regole antiriciclaggio si estenda a tutte le forme di utilizzazione delle valute virtuali, indipendentemente dalla loro diffusione o dalla specifica tecnologia sottostante.

In tal modo, la direttiva persegue l’obiettivo di assicurare una copertura normativa quanto più ampia possibile, capace di intercettare anche i fenomeni emergenti di innovazione finanziaria e di ridurre il rischio che nuove soluzioni tecnologiche possano sfuggire ai presidi di controllo.

L’ampiezza dell’approccio europeo non si traduce, tuttavia, in una posizione di chiusura rispetto al progresso tecnologico. Al contrario, la direttiva si colloca in una prospettiva di equilibrio dinamico, nella quale l’esigenza di prevenire l’uso illecito delle cripto-attività convive con il riconoscimento del loro potenziale innovativo e del contributo che esse possono offrire allo sviluppo di mercati digitali più inclusivi, trasparenti e competitivi.

In tal senso, la V Direttiva Antiriciclaggio rappresenta una tappa di mediazione

tra la rigidità dei meccanismi di controllo finanziario tradizionali e la flessibilità richiesta dalle nuove architetture economiche digitali, configurandosi come il primo tentativo organico di integrare la logica della tracciabilità con quella dell'innovazione sostenibile.<sup>43</sup>

L'attenzione del legislatore europeo al bilanciamento tra le esigenze di prevenzione dei fenomeni di riciclaggio e finanziamento del terrorismo e la promozione dell'innovazione tecnologica evidenzia, in ultima analisi, la volontà dell'Unione di adottare un approccio regolatorio flessibile e proporzionato. Si tratta di un modello di governance normativa che mira a coniugare la tutela dell'integrità del sistema finanziario con il riconoscimento del potenziale trasformativo delle tecnologie fintech e dei nuovi strumenti di pagamento digitali, nella consapevolezza che la rigidità dei meccanismi di controllo tradizionali non è più compatibile con la dinamicità dell'economia digitale globale.<sup>44</sup>

Il legislatore italiano, in tale contesto, ha proceduto a recepire la V Direttiva Antiriciclaggio con tempestività, anche in ragione del fatto che, già in sede di

---

<sup>43</sup> Cfr. GUIZZI, *La vigilanza europea antiriciclaggio: verso un modello accentratato di supervisione*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2023, p. 319 e ss.

<sup>44</sup> Si veda, CAPRIGLIONE, *Finanza digitale e legalità economica nel diritto dell'Unione europea*, in *Riv. trim. di dir. dell'econ.*, 2022, p. 75 e ss. Il termine FinTech è in particolare qui impiegato quale variegato ecosistema composto da eterogenee situazioni, tutte connotate dal fatto di essere considerate «as financial activities which provide an added value by means of digital technology»; Così SERAFIN, *FinTech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio*, in *Ricerche giuridiche*, 8, 1/2019, p. 121 e nota 5. «Dalla creazione di nuovi sistemi di pagamento, ai canali di finanziamento alternativi; dalla creazione di nuove valute virtuali sino ai nuovi processi attraverso i quali vengono offerti servizi finanziari già conosciuti» ibidem. Possono essere considerati servizi innovativi quelli del marketplace lending e della supply chain finance, rispettivamente di finanziamento a mediolungo periodo e breve periodo, tra cui collocare l'equity crowdfunding e il lending crowdfunding, differenziati in base all'assunzione o meno da parte della piattaforma di posizioni creditorie. Per un'analisi tecnica di questi istituti si rinvia a BOSCIA - STEFANELLI - SAPRIO, *L'impatto delle digital technologies nei processi di finanziamento: le risposte delle banche incumbents e delle FinTech*, in (a cura di) BOSCIA, SCHENA, STEFANELLI, *Digital Banking e Fin tech. L'intermediazione finanziaria tra cambiamenti tecnologici e sfide di mercato*, ABIServizi, 2020, pp. 212-222. Nella medesima opera per l'esame di servizi già noti di e-payments, quali carte di credito o di debito utilizzabili via internet, o di mobile payments fino alle forme più evolute di voice ed instant payments, nonché delle valute virtuali, si rinvia a BOSCIA - STEFANELLI - VERGALLO - CAIONE, *Le innovazioni tecnologiche digitali nei servizi di pagamento: tra instant payments e voice banking*, pp. 184-197.

attuazione della IV Direttiva (Direttiva (UE) 2015/849), l’Italia aveva parzialmente anticipato il quadro normativo unionale, introducendo nel D.Lgs. 21 novembre 2007, n. 231 – il cosiddetto “Decreto Antiriciclaggio” – definizioni autonome di “valuta virtuale” e di “prestatore di servizi relativi all’utilizzo di valuta virtuale”.

Tali formulazioni, tuttavia, si caratterizzavano per un’impostazione ancora embrionale e per la presenza di profili definitori suscettibili di ambiguità o incompletezza, che rischiavano di essere rapidamente superati dall’evoluzione tecnologica e dall’emersione di nuove categorie di operatori digitali.

Con il recepimento della V Direttiva, il legislatore nazionale ha colto l’occasione per armonizzare la disciplina interna agli standard elaborati in sede europea, aggiornando la definizione di valuta virtuale e includendo tra le finalità espresse anche quella dell’investimento, fino ad allora esclusa.

L’intervento ha permesso di allineare il lessico normativo italiano alle formulazioni comunitarie, non solo per garantire una maggiore coerenza terminologica, ma anche per assicurare una piena interoperabilità tra i diversi livelli di regolazione – nazionale, unionale e internazionale.

L’integrazione di tale finalità riflette un mutamento di prospettiva di non trascurabile rilievo sistematico: il legislatore riconosce esplicitamente che le valute virtuali, lungi dall’essere meri strumenti di scambio o mezzi di pagamento alternativi, si configurano sempre più come veicoli di investimento, suscettibili di impiego nei mercati finanziari e nei circuiti di finanza decentralizzata.

In tal senso, la disciplina antiriciclaggio si apre a una dimensione più ampia, che travalica la mera prevenzione dei flussi illeciti per estendersi alla regolazione di nuovi fenomeni economici connessi alla digitalizzazione della finanza.

Ne deriva che l’ordinamento nazionale, pur mantenendo un solido ancoraggio ai principi fondanti della trasparenza e della tracciabilità, si inserisce in un percorso di progressiva convergenza con il diritto dell’Unione, fondato su un equilibrio dinamico tra esigenze di sicurezza giuridico-finanziaria e libertà dell’iniziativa

economica.

In questa prospettiva, la V Direttiva Antiriciclaggio non rappresenta soltanto un'evoluzione del quadro normativo esistente, ma un vero e proprio snodo di transizione verso un modello integrato di regolazione dei mercati digitali, nel quale la funzione preventiva del diritto si coniuga con quella propulsiva dell'innovazione tecnologica.<sup>45</sup>

Nella sua formulazione attuale, l'art. 1, comma 2, lett. *qq*), del D.Lgs. n. 231/2007 definisce la valuta virtuale come «la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o a fini di investimento e trasferibile, memorizzabile e negoziabile elettronicamente».

La disposizione, che recepisce la definizione contenuta nella V Direttiva Antiriciclaggio, cristallizza un concetto volutamente ampio e tecnologicamente neutro, idoneo a ricoprendere la molteplicità delle manifestazioni concrete assunte dal fenomeno delle cripto-attività. Essa valorizza, inoltre, la finalità d'investimento accanto a quella di scambio, riconoscendo così la funzione ibrida e poliedrica delle valute virtuali, suscettibili di operare simultaneamente come mezzo di pagamento, riserva di valore e strumento speculativo.

La successiva lett. *ff*) del medesimo comma individua, poi, i «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale» in «ogni persona fisica o giuridica che, a titolo professionale, anche tramite mezzi elettronici, fornisce a terzi servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio o alla conservazione di valute virtuali, nonché alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in altre rappresentazioni digitali di valore, comprese quelle convertibili in ulteriori valute virtuali».

---

<sup>45</sup> Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *La V Direttiva antiriciclaggio e le sfide della digitalizzazione finanziaria*, in *Riv. di dir. banc. e fin.*, 2023, p. 201 e ss.

La norma, di ampia portata, include un insieme eterogeneo di attività riconducibili alla sfera della prestazione professionale, comprendendo non solo i servizi di emissione, offerta, trasferimento o compensazione, ma anche ogni ulteriore attività idonea a consentire l’acquisizione, la negoziazione o l’intermediazione nello scambio di tali strumenti.

In tal modo, il legislatore nazionale ha inteso costruire un perimetro definitorio estensivo, capace di intercettare anche gli operatori che, pur non assumendo formalmente la veste di intermediari finanziari, svolgono un ruolo funzionale alla circolazione o alla custodia delle cripto-attività.

Nello stesso contesto, il recepimento della V Direttiva ha comportato l’introduzione, mediante l’aggiunta della lett. *ff-bis*) al citato art. 1, comma 2, di una ulteriore figura soggettiva: quella dei “prestatori di servizi di portafoglio digitale”.

Tali soggetti vengono qualificati come «ogni persona fisica o giuridica che, a titolo professionale, anche online, presta servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali».

La previsione assume un rilievo sistematico di particolare importanza, in quanto consente di attrarre nell’ambito applicativo della disciplina antiriciclaggio una categoria di operatori che, pur non gestendo direttamente i flussi finanziari, svolgono una funzione determinante nel garantire la sicurezza informatica e la custodia delle chiavi di accesso agli asset digitali.

Si tratta, pertanto, di soggetti che, per la natura fiduciaria e sensibile delle attività esercitate, devono essere sottoposti a obblighi di identificazione, adeguata verifica e segnalazione delle operazioni sospette, al pari degli altri operatori tradizionalmente inclusi nel perimetro antiriciclaggio.

Nonostante tali interventi, il quadro definitorio e regolatorio non può ancora considerarsi stabilizzato. La disciplina delineata dal D.Lgs. n. 231/2007 – pur profondamente innovata dal recepimento della V Direttiva – è stata infatti oggetto

di ulteriori e significative trasformazioni a seguito dell'adozione del Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR).<sup>46</sup>

Quest'ultimo ha introdotto un corpus normativo unitario e direttamente applicabile, destinato a incidere in modo strutturale sulla qualificazione giuridica delle cripto-attività e sulla definizione delle categorie di operatori sottoposti a vigilanza, proiettando la disciplina antiriciclaggio in una dimensione di compiuta integrazione europea.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> Si vedano, in argomento, gli interessanti contributi di BRUMMER, *Cryptoassets, Regulation, and Global Financial Stability*, Oxford University Press, 2023; Houben - Snyers, *Crypto-Assets and the Fight against Money Laundering and Terrorist Financing*, European Parliament Study, 2022.

<sup>47</sup> L'emanazione del Regolamento (UE) 2023/1113, concernente i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e di determinate cripto-attività, rappresenta uno snodo decisivo nel processo di evoluzione del diritto dell'Unione in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. Esso si inserisce nel più ampio *pacchetto antiriciclaggio* varato dalla Commissione nel 2021, e si coordina in modo sistematico con il Regolamento (UE) 2023/1114 – meglio noto come *MiCAR (Markets in Crypto-Assets Regulation)* – e con la proposta di istituzione dell'Autorità europea antiriciclaggio (AMLA). Con tali interventi, il legislatore europeo abbandona definitivamente la prospettiva frammentaria delle precedenti direttive, per adottare un modello pienamente *regolamentare* e direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali. Si realizza così un passaggio paradigmatico: dal mero coordinamento tra normative interne alla creazione di un *level playing field* unitario, nel quale la disciplina AML/CFT si integra con la regolazione prudenziale e di condotta dei mercati digitali. Il Regolamento (UE) 2023/1113, in particolare, impone ai fornitori di servizi di cripto-attività l'obbligo di trasmettere informazioni standardizzate relative all'identità dell'ordinante e del beneficiario per ciascun trasferimento, riproducendo, in sostanza, la logica della *travel rule* già prevista per gli operatori tradizionali di pagamento. Tale obbligo mira a garantire la tracciabilità end-to-end dei flussi digitali, consentendo alle *Financial Intelligence Units* e alle autorità competenti di ricostruire la catena delle transazioni e di prevenire l'uso dei nuovi strumenti tecnologici per finalità di occultamento o riciclaggio. La portata innovativa di questa disciplina emerge dal superamento dell'asimmetria informativa che, fino ad oggi, aveva caratterizzato le operazioni in cripto-attività: il principio di *pseudonimato* su cui si fondano i registri distribuiti viene bilanciato da un regime di trasparenza obbligatoria che non incide sulla struttura tecnologica della blockchain, ma ne neutralizza gli effetti elusivi. Si realizza così una forma di *accountability tecnologica* che estende le responsabilità di *compliance* lungo l'intera catena del valore digitale, imponendo a ciascun operatore – dall'exchanger al custodian wallet provider – di adottare presidi di *know-your-customer* (KYC) e di *record keeping* conformi ai principi del diritto antiriciclaggio.

Parallelamente, il Regolamento MiCAR delinea un quadro omnicomprensivo per l'emissione, l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione delle cripto-attività, distinguendo tra *asset-referenced tokens*, *e-money tokens* e altri tipi di *crypto-assets*. La logica sottesa è quella di costruire un regime autorizzativo e di vigilanza armonizzato, in grado di assicurare parità di condizioni concorrenziali e tutela dell'integrità del mercato interno.

L'interazione tra MiCAR e il Regolamento (UE) 2023/1113 produce un effetto sistematico: da un lato, l'introduzione di obblighi informativi rafforza il presidio AML/CFT; dall'altro, la regolazione di prodotto e di condotta stabilisce le condizioni per una maggiore certezza giuridica delle operazioni digitali, contribuendo alla *mainstreaming* delle cripto-attività nel mercato finanziario europeo. Nel contesto italiano, tali innovazioni comportano una profonda ridefinizione del *Decreto Antiriciclaggio*

Tale regolamento, volto ad assicurare la tracciabilità delle operazioni effettuate mediante cripto-attività,<sup>48</sup> introduce ulteriori obblighi di trasparenza e di comunicazione, incidendo profondamente sull’assetto del diritto antiriciclaggio europeo e nazionale, e segnando un ulteriore passo verso l’integrazione del regime AML/CFT con la nuova architettura regolatoria dei mercati digitali dell’Unione.<sup>49</sup>

In tale prospettiva, la scelta del legislatore italiano si è rivelata coerente con le finalità perseguiti dal legislatore europeo: individuare con chiarezza le categorie di soggetti tenuti all’osservanza degli obblighi antiriciclaggio e, attraverso questi, rendere effettiva la strategia di contrasto ai fenomeni di criminalità finanziaria.

Il quadro normativo definito a livello legislativo dal *Decreto Antiriciclaggio* ha infatti consentito di avviare le prime forme di vigilanza pubblica sugli operatori specializzati in servizi connessi alle valute virtuali, segnando il passaggio da una fase di mera osservazione del fenomeno a una di regolazione progressiva e

---

e delle competenze dell’Unità di Informazione Finanziaria (UIF) e dell’Organismo degli Agenti e dei Mediatori (OAM), cui spetta la tenuta del registro dei prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valute virtuali. Le autorità nazionali dovranno procedere a un’armonizzazione interpretativa che eviti sovrapposizioni tra il perimetro soggettivo dei *virtual asset service providers* e quello dei *crypto-asset service providers* disciplinati dal MiCAR, garantendo coerenza tra gli obblighi di vigilanza prudenziale e quelli antiriciclaggio. Da un punto di vista sistematico, la combinazione dei due regolamenti realizza una progressiva “*europeizzazione*” del diritto antiriciclaggio applicato alle cripto-attività, segnando il passaggio da una regolazione eminentemente nazionale a una *supervisione integrata* di matrice unionale.

Tale evoluzione, tuttavia, solleva questioni interpretative e applicative di non poco momento: la delimitazione delle competenze tra AMLA e autorità nazionali, la disciplina del trattamento dei dati personali nel contesto delle *travel rules* e l’interazione tra obblighi di trasparenza e tutela della privacy rappresentano, infatti, i nodi più delicati della nuova architettura normativa. In prospettiva, l’attuazione coordinata del MiCAR e del Regolamento (UE) 2023/1113 sembra prefigurare l’avvio di una *finanza digitale regolata*, nella quale l’innovazione tecnologica non costituisce più un fattore di deregolazione, bensì un terreno di applicazione dei principi di proporzionalità, trasparenza e responsabilità che informano l’intero diritto dell’economia dell’Unione. Si tratta, dunque, di un passaggio evolutivo che conduce verso una concezione del diritto antiriciclaggio non più confinata alla dimensione repressiva, ma proiettata alla costruzione di un ecosistema digitale sicuro, interoperabile e conforme ai valori fondamentali dell’ordinamento europeo.

<sup>48</sup> Si veda, SANTORO, *La tracciabilità delle cripto-attività e la prevenzione del riciclaggio: dal D.lgs. 231/2007 al Regolamento (UE) 2023/1113*, in *Rivista di diritto dell’economia*, 2024, p. 103 e ss.

<sup>49</sup> Cfr. MAUGERI, *La regolazione europea delle cripto-attività tra innovazione e tutela del mercato, in Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2024, p. 145 e ss.

istituzionalmente accentrata.

Con il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 13 febbraio 2022, è stata istituita, all'interno del registro dei cambiavalute previsto dall'art. 17-bis, comma 1, del D.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, una sezione speciale dedicata ai soggetti autorizzati, nel territorio della Repubblica, a esercitare i servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali e i servizi di portafoglio digitale.

La tenuta di tale sezione è stata affidata all'Organismo per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi (OAM), il quale, in attesa di una più compiuta definizione delle proprie funzioni di vigilanza e controllo, rappresenta oggi il primo presidio istituzionale deputato al monitoraggio di questo comparto.

La disciplina nazionale vigente, codificata nel D.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 (c.d. Decreto Antiriciclaggio), pur richiedendo oggi interventi di riordino e di maggiore coordinamento sistematico con la normativa europea di ultima generazione, ha nondimeno posto le basi per l'edificazione di un quadro regolatorio e di vigilanza sul comparto delle valute virtuali.

Essa ha rappresentato, in particolare, il primo tentativo organico di ricondurre le cripto-attività entro una dimensione giuridicamente strutturata, superando la fase iniziale di sostanziale deregolamentazione che aveva favorito una rapida, ma disordinata, espansione del fenomeno.

In assenza di tale intervento normativo, il settore delle valute virtuali sarebbe rimasto esposto a un regime di libertà assoluta, con il rischio di perpetuare quelle medesime caratteristiche di opacità e di autoregolazione che, se da un lato avevano costituito il motore della crescita esponenziale del mercato, dall'altro ne avevano evidenziato la fragilità strutturale.

Queste criticità non si esauriscono nella mera volatilità dei valori di riferimento o nella difficoltà di assicurare una protezione effettiva agli investitori, ma si estendono, sotto un profilo più propriamente sistematico, all'impossibilità di

ricondurre l'utilizzo delle valute virtuali entro un contesto regolamentato e concorrenziale, fondato su principi di trasparenza, parità informativa e correttezza operativa.

In tale prospettiva, la scelta del legislatore italiano si è mostrata pienamente coerente con le finalità perseguiti a livello europeo, ispirandosi all'esigenza di identificare con precisione le categorie di soggetti tenuti all'osservanza degli obblighi antiriciclaggio e, attraverso di essi, di rafforzare l'efficacia della strategia complessiva di contrasto alla criminalità finanziaria.

L'intervento nazionale si colloca così nel solco del processo di armonizzazione multilivello avviato dal legislatore unionale, fungendo da strumento di implementazione anticipata dei principi di *compliance* e *transparency* propri della disciplina AML/CFT.

Il quadro normativo delineato dal *Decreto Antiriciclaggio* ha, infatti, consentito di avviare le prime forme di vigilanza pubblica sugli operatori specializzati nei servizi connessi alle valute virtuali, segnando il passaggio da una fase di mera osservazione del fenomeno a una fase di regolazione progressiva e istituzionalmente accentuata.

Un passaggio che ha comportato, in termini funzionali, il riconoscimento dell'esigenza di sottoporre tali operatori a un controllo pubblico strutturato, quale condizione imprescindibile per la stabilità e l'affidabilità del sistema economico-finanziario.<sup>50</sup>

A tale scopo, il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 13 febbraio 2022 ha istituito, all'interno del registro dei cambiavalute previsto dall'art. 17-bis, comma 1, del D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141, una *sezione speciale* dedicata ai

---

<sup>50</sup> In tema, si vedano, CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Milano, 1978; AMOROSINO, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche*, in BANI - GIUSTI (a cura di), *Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, Cedam, 2004, p. 743, il quale parla di vigilanza regolamentare precetti, vigilanza autorizzativa, vigilanza informativa ispettiva, vigilanza conformativa/ correttiva e vigilanza sanzionatorie. Più di recente, sempre AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Giappichelli, 2021.

soggetti autorizzati, nel territorio della Repubblica, all'esercizio dei servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali e dei servizi di portafoglio digitale.

La tenuta di tale sezione è stata affidata all'Organismo per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi (OAM), che, in attesa di una più compiuta definizione delle proprie funzioni di vigilanza e controllo, rappresenta oggi il primo presidio istituzionale di monitoraggio sul comparto.

L'istituzione del registro OAM non ha una mera funzione ricognitiva, ma assume una valenza giuridica sostanziale: l'iscrizione costituisce condizione necessaria per l'esercizio legittimo dell'attività, mentre l'eventuale esercizio abusivo comporta l'applicazione delle sanzioni amministrative e penali previste dall'ordinamento.

Tale meccanismo, oltre a perseguire obiettivi di correttezza e trasparenza, mira a tutelare la concorrenza e a garantire la stabilità del sistema finanziario, prevenendo l'ingresso di operatori non qualificati o potenzialmente opachi in un settore particolarmente esposto a rischi di abuso, frode e infiltrazione criminale.

In questa prospettiva, il registro degli operatori in valute virtuali costituisce il primo passo verso la costruzione di un sistema di vigilanza strutturato, in grado di coniugare la funzione di tracciabilità economico-finanziaria con quella di garanzia della leale concorrenza e dell'affidabilità degli intermediari digitali.<sup>51</sup>

Dal punto di vista sostanziale, l'iscrizione nel registro istituito presso l'OAM comporta la piena applicabilità, nei confronti dei prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali e di portafogli digitali, dell'intero apparato di obblighi previsto dal *Decreto Antiriciclaggio*.

Essi sono pertanto tenuti a rispettare i doveri di adeguata verifica della clientela (*customer due diligence*), di conservazione dei dati e delle informazioni e di

---

<sup>51</sup> Sull'evoluzione normativa delle criptovalute in Italia e sul ruolo dell'OAM, si veda, LUCHETTI - RUGGIERO, *Criptovalute. Quadro regolamentare nazionale e prospettive future: il ruolo dell'Organismo degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi (OAM)*, in *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, cit., p. 116 e ss.

tempestiva segnalazione delle operazioni sospette alle autorità competenti, secondo le modalità e i criteri delineati dalle disposizioni attuative della Banca d’Italia.<sup>52</sup>

L’estensione di tali obblighi agli operatori del comparto delle cripto-attività segna un passaggio paradigmatico: la disciplina antiriciclaggio, da mera cornice di prevenzione generale, diviene strumento effettivo di regolazione e di presidio di legalità all’interno dell’economia digitale.

Pur se l’attuale assetto regolamentare risulta, ad oggi, meno articolato rispetto a quello previsto per gli intermediari bancari e finanziari tradizionali, esso rappresenta nondimeno il primo nucleo di un sistema di vigilanza specificamente dedicato al mercato delle cripto-attività.

L’introduzione di presidi di compliance, di obblighi di monitoraggio e di canali di segnalazione istituzionali configura, infatti, il fondamento di una strategia di supervisione effettiva e progressivamente integrata, coerente con la visione del Regolatore europeo, che mira a garantire un controllo strutturato e omogeneo dei mercati digitali a fini di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

L’inclusione dei prestatori di servizi in valute virtuali in un perimetro giuridico formalmente definito risponde alla logica di costruire un universo regolamentato di soggetti obbligati, il cui accesso all’attività economica sia subordinato a un processo autorizzativo e alla vigilanza di un’autorità competente.

In questa prospettiva, la disciplina antiriciclaggio opera come meccanismo

---

<sup>52</sup> Senza alcuna pretesa di esaustività, tra i molti, si vedano, DELL’AMORE, *Il processo di costituzione della Banca centrale in Italia*, Milano, 1967; PUCCINI, *L’autonomia dalla Banca d’Italia*, Milano, 1978; MERUSI, *Per uno studio sui poteri della Banca centrale nel governo della moneta*, in *Riv. Trim. dir. pubbl.*, 1972, p. 1425 e ss.; ID., *La posizione costituzionale della Banca centrale in Italia*, in *Riv. Trim. dir. pubbl.*, 1982, p. 1081 e ss.; CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Milano, 1978; ORTINO, *Banca d’Italia e Costituzione*, Pisa, 1979; DE VECCHIS, *Banca d’Italia*, in *Dig. disc. pubbl.*, 1987, p. 151 e ss.; GIANNINI, *L’età delle banche centrali*, Bologna 2004; TORCHIA, *Verso una Banca d’Italia repubblicana ed europea?*, in *Giorn. Dir. amm.*, 2006, p. 273 e ss.; MINERVINI, *La Banca d’Italia*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2006, p. 619 e ss.; FERRO-LUZZI, *Cosa è la Banca d’Italia*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2007, p. 364 e ss.; URBANI, *La riforma della governance e delle competenze della Banca d’Italia*, in *Dir. banc. Merc.*, 2008, p. 273 e ss.

selettivo e di legittimazione dell'attività economica nel settore digitale, trasformando la trasparenza e la tracciabilità da meri principi programmatici in veri e propri strumenti di tutela dell'integrità dei mercati, della stabilità finanziaria e della concorrenza leale.

La progressiva assimilazione dei prestatori di servizi in cripto-attività agli intermediari finanziari regolamentati tradizionali rappresenta, dunque, non solo un rafforzamento della funzione di prevenzione, ma anche un tassello essenziale nel processo di istituzionalizzazione del mercato delle valute virtuali.

Attraverso tale inquadramento, il diritto dell'economia compie un passo decisivo verso la costruzione di un ecosistema finanziario digitale fondato su regole comuni, sulla responsabilità degli operatori e sulla tracciabilità delle operazioni, in linea con i più avanzati standard internazionali di “financial integrity”.

È verosimile che, con l'evolversi della disciplina europea e con l'entrata in piena operatività del Regolamento MiCAR<sup>53</sup> e del Regolamento (UE) 2023/1113, gli adempimenti antiriciclaggio richiesti a questa categoria di soggetti si intensificheranno anche sotto il profilo dei requisiti organizzativi, di governance e di controllo interno.

Tuttavia, l'impianto attuale rappresenta già una tappa fondamentale di questo percorso evolutivo, in quanto contribuisce a superare una delle principali criticità che gli organismi nazionali e internazionali hanno costantemente evidenziato sin dalle prime manifestazioni del fenomeno delle valute virtuali: la loro naturale attitudine a favorire operazioni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, in ragione dell'ampia area di anonimato che caratterizza i soggetti coinvolti nelle transazioni aventi ad oggetto tali strumenti.<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Si veda, DE LUCA, *Il Regolamento MiCAR e la disciplina dei mercati delle cripto-attività*, in *Orizzonti del dir. comm.*, 2024, p. 221 e ss.

<sup>54</sup> Cfr., FICI, *Le valute virtuali tra libertà d'impresa e controllo pubblico: la prospettiva del diritto dell'economia*, in *Il Diritto dell'Economia*, 2023, p. 57 e ss.

L’evoluzione normativa sin qui delineata dimostra come l’ordinamento italiano, pur attraverso un processo di progressiva maturazione e non esente da incertezze applicative, sia riuscito ad allinearsi alla traiettoria evolutiva tracciata dal legislatore dell’Unione, ponendosi in posizione di convergenza sostanziale rispetto ai più recenti sviluppi del quadro regolatorio europeo in materia di AML/CFT.

L’adozione di strumenti di vigilanza specifici – quali la sezione speciale del registro OAM – e l’estensione degli obblighi antiriciclaggio ai prestatori di servizi in valute virtuali rappresentano, in tale prospettiva, una tappa di rilievo nel percorso verso la costruzione di una cornice normativa armonizzata, fondata su principi comuni di trasparenza, responsabilità e cooperazione interistituzionale.

L’integrazione fra disciplina interna e sistema europeo si configura, dunque, non come un mero esercizio di adeguamento formale, bensì come un’evoluzione strutturale del modello di vigilanza, orientata al superamento delle tradizionali frammentazioni nazionali e alla realizzazione di un effettivo coordinamento multilivello tra autorità competenti.

Tuttavia, la sola armonizzazione legislativa – pur costituendo un progresso significativo – non appare sufficiente, di per sé, a garantire l’effettività sostanziale del sistema di prevenzione.

Le esperienze maturate nei diversi ordinamenti nazionali hanno messo in luce come l’eterogeneità delle prassi di vigilanza, la disomogeneità delle capacità tecniche delle autorità competenti e la persistente frammentazione dei flussi informativi abbiano finito per attenuare la portata integrativa del quadro europeo, ostacolando l’instaurazione di un contrasto realmente unitario ai fenomeni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

Tale organismo, concepito quale vertice del sistema europeo di prevenzione e contrasto dei flussi finanziari illeciti, nasce con la finalità di rafforzare l’integrazione funzionale dei meccanismi di vigilanza, garantendo, da un lato, la supervisione diretta sui soggetti a più elevato rischio transfrontaliero e, dall’altro, il coordinamento

centralizzato delle autorità nazionali competenti.<sup>55</sup>

La creazione dell'AMLA si colloca, dunque, nel solco di un disegno di governance finanziaria europea ispirato ai principi di uniformità regolatoria e di coerenza applicativa, volto a superare le asimmetrie operative che ancora caratterizzano l'attività di prevenzione del riciclaggio nei diversi Stati membri e a promuovere una *financial integrity union* effettiva e credibile.<sup>56</sup>

La sua istituzione, destinata a divenire pienamente operativa nei prossimi anni, rappresenta la risposta più ambiziosa e strutturata dell'Unione europea alla necessità di superare il tradizionale paradigma del mutuo riconoscimento, che per lungo tempo ha caratterizzato la cooperazione interstatale in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

Il nuovo assetto si fonda, invece, su un modello di vigilanza accentrata, basato su procedure uniformi di controllo, criteri armonizzati di *compliance* e un apparato sanzionatorio coerente e direttamente applicabile, in linea con la logica di piena integrazione del mercato finanziario europeo.

Alla nuova Autorità è affidato il compito di garantire l'applicazione uniforme delle norme AML/CFT in tutti gli Stati membri, promuovendo la convergenza sostanziale delle prassi di vigilanza e il coordinamento operativo tra le autorità nazionali competenti.

L'Autorità eserciterà poteri di supervisione diretta sui soggetti obbligati a elevato rischio transfrontaliero, di monitoraggio sull'effettività dei presidi di controllo interni e di indirizzo tecnico-metodologico nei confronti delle Financial Intelligence Units (FIU) nazionali, delle quali coordinerà l'attività di scambio informativo e di analisi strategica.

---

<sup>55</sup> Cfr. D'AMBROSIO - LAMANDINI, *La «prima volta» del Tribunale dell'Unione europea in materia di Meccanismo di Vigilanza Unico*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 594 e ss.; ANNUNZIATA, *Chi ha paura della Banca Centrale Europea? Riflessioni a margine del caso Landeskreditbank c. BCE*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 111 e 8 ss.

<sup>56</sup> Cfr. ZORZI, *L'integrazione multilivello nella governance AML/CFT europea*, in *Riv. di dir. pubbl. dell'economia*, 2024, p. 77 e ss.

Sotto il profilo sistematico, la creazione dell'AMLA si colloca come l'esito naturale – e, per certi versi, necessario – di un processo di progressiva europeizzazione della disciplina antiriciclaggio, inaugurato dalle prime direttive e consolidatosi attraverso un percorso di graduale rafforzamento dei poteri sovranazionali in materia di vigilanza finanziaria.

Il nuovo quadro regolatorio, oggi rappresentato da un corpus unitario che comprende il Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività (MiCAR), il Regolamento (UE) 2023/1113 sui trasferimenti di fondi e il Regolamento istitutivo dell'AMLA, segna la transizione da una logica di armonizzazione minima a una di vera e propria unificazione funzionale del sistema AML/CFT europeo.

In questa prospettiva, la dimensione tecnologica delle cripto-attività assume un rilievo paradigmatico: essa diviene non più soltanto una fonte di rischio sistematico da arginare, ma anche e soprattutto un banco di prova per l'elaborazione di un nuovo paradigma di vigilanza integrata, in cui l'innovazione digitale e la “distributed ledger technology” (DLT) si pongono al servizio della tracciabilità, della trasparenza e della proporzionalità dell'azione regolatoria.

Il passaggio da un sistema di vigilanza nazionale e reattiva a uno di supervisione europea, preventiva e proattiva, esprime così la volontà dell'Unione di trasformare la digitalizzazione dei mercati finanziari da fattore di vulnerabilità a strumento di garanzia dell'integrità, della legalità e della stabilità complessiva del mercato unico.<sup>57</sup>

Per l'Italia, l'avvio del nuovo sistema europeo di vigilanza in materia di Antiriciclaggio comporta una duplice sfida di natura tanto strutturale quanto funzionale.

Da un lato, si impone un profondo processo di adeguamento delle autorità

---

<sup>57</sup> Cfr. PISANESCHI, *La nuova Anti-Money Laundering Authority (AMLA): profili di indipendenza e coordinamento*, in *Il Diritto dell'Economia*, 2024, p. 5 e ss.

nazionali competenti – in particolare dell’Organismo per la gestione degli elenchi degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi (OAM) e dell’Unità di Informazione Finanziaria per l’Italia (UIF) – agli standard operativi, informativi e tecnologici delineati dall’architettura europea.

Dall’altro, è necessaria una piena integrazione del sistema domestico di vigilanza in un modello multilivello, nel quale la supervisione diretta esercitata dall’AMLA coesista e si coordini con le prerogative attribuite agli organismi nazionali, secondo un equilibrio dinamico fondato sulla complementarità funzionale e sulla condivisione delle informazioni.

Questa transizione, che segna il passaggio da un approccio nazionale ad un modello di *governance* europea integrata, non rappresenta soltanto un’evoluzione di natura istituzionale, ma riflette l’affermarsi di una nuova *ratio legis*, coerente con la fisionomia contemporanea del diritto dell’economia.

Un diritto che si fonda sulla responsabilità condivisa tra livelli ordinamentali, sulla cooperazione informativa tra autorità di vigilanza e sull’impiego di strumenti di regulatory technology (RegTech) e supervisory technology (SupTech), idonei a coniugare innovazione digitale e legalità sostanziale, efficienza dei controlli e tutela dei diritti fondamentali.

In questa prospettiva, la disciplina italiana in materia di valute virtuali e prestatori di servizi in cripto-attività, pur trovandosi ancora in una fase di consolidamento, assume un rilievo paradigmatico.

Essa può essere considerata, a tutti gli effetti, un laboratorio di sperimentazione giuridica e istituzionale nel quale si testano gli strumenti e i modelli di coordinamento destinati a confluire nel più ampio disegno europeo di un diritto della finanza digitale fondato sui principi di trasparenza, tracciabilità e sicurezza.

L’armonizzazione tra dimensione tecnologica e presidio giuridico, tra innovazione e controllo, segna così la via verso un ordinamento economico-

finanziario capace di coniugare competitività, integrità e sostenibilità regolatoria.<sup>58</sup>

4. Nel suo complesso, il percorso evolutivo della disciplina europea e nazionale in materia di antiriciclaggio testimonia, come si è avuto modo di descrivere, il progressivo superamento di un modello di regolazione frammentato e settoriale, in favore di un sistema integrato di vigilanza, ispirato a criteri di uniformità, interoperabilità e coordinamento multilivello.

Elemento cardine del nuovo disegno istituzionale è l’istituzione dell’Autorità europea antiriciclaggio (Anti-Money Laundering Authority – AMLA), organismo dotato di personalità giuridica autonoma e di autonomia amministrativa e finanziaria, formalmente istituito con Regolamento (UE) 2024/1620 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 ma reso operativo dal 1º luglio 2025.

Al nuovo ente il legislatore unionale ha attribuito una vasta gamma di poteri e competenze funzionali all’attuazione del mandato di prevenzione e contrasto dei fenomeni di riciclaggio e finanziamento illecito.<sup>59</sup>

La sua introduzione, l’estensione del perimetro soggettivo degli obblighi di prevenzione e la progressiva inclusione delle cripto-attività nel novero dei fenomeni giuridicamente regolati costituiscono tasselli di un unico disegno volto a costruire una “Financial Integrity Union” capace di prevenire e contrastare efficacemente i flussi finanziari illeciti in un’economia sempre più digitalizzata e interconnessa e di porre le basi per un sistema europeo fondato sulla integrazione regolamentare, l’uniformità

---

<sup>58</sup> Cfr., LENER, *Dalla moneta virtuale all’asset digitale: la nuova fisionomia della disciplina europea dei mercati*, in *Banca Impresa Società*, 2023, p. 401 e ss.

<sup>59</sup> Per guidare il proprio percorso di lungo termine AMLA è già a lavoro per redigere i due primi documenti di programmazione (*Single Programming Documents*, SPDs) per i periodi 2026-2028 e 2027-2029: mediante tali documenti “sovraposti”, che espliciteranno gli obiettivi annuali, l’Autorità renderà nota la propria visione strategica, individuerà priorità operative e indicatori di performance e, conseguentemente, pianificherà le proprie risorse; La versione definitiva di questi documenti programmatici sarà sottoposta ad un’ampia consultazione con il coinvolgimento degli Stati membri e delle istituzioni dell’UE. L’adozione del primo degli SPDs da parte del Comitato esecutivo AMLA è prevista entro il 30 novembre 2025.

dei controlli e la cooperazione operativa.

La prospettiva che ne deriva è quella di un diritto della finanza pubblica e privata che non si limita più a disciplinare il mercato, ma ne diviene parte integrante, accompagnandone l'innovazione tecnologica con strumenti di controllo proporzionati, dinamici e intelligenti.

In tale orizzonte, l'ordinamento italiano si trova oggi a ricoprire un ruolo cruciale: quello di cerniera tra il livello europeo di regolazione e le prassi operative degli operatori domestici, chiamati a tradurre in comportamenti concreti gli obiettivi di trasparenza e responsabilità perseguiti dal legislatore unionale.

La costruzione di un diritto europeo della finanza digitale – fondato su legalità, accountability e innovazione sostenibile – rappresenta dunque la nuova frontiera di una politica legislativa che, pur muovendo da esigenze di prevenzione, ambisce a ridefinire i rapporti tra autorità, mercato e tecnologia, in una prospettiva di integrazione sistematica e di effettiva tutela dell'integrità economica dell'Unione.

L'uniformità dei presidi AML/CFT e dei livelli di compliance rappresenta, infatti, condizione imprescindibile per evitare fenomeni di arbitraggio regolamentare, nonché per impedire che capitali di provenienza illecita si infiltrino nei sistemi finanziari attraverso giurisdizioni caratterizzate da standard di controllo meno rigorosi.

Sotto il profilo sistematico, la configurazione giuridica dell'AMLA si discosta dal modello classico delle agenzie europee decentrate, tradizionalmente concepite come strutture di supporto tecnico alla Commissione, caratterizzate da un elevato grado di strumentalità e da una collocazione ausiliaria.<sup>60</sup>

---

<sup>60</sup> In argomento, cfr., CERULLI IRELLI, *Dalle agenzie europee alle Autorità europee di vigilanza*, in (a cura di) CHITI - NATALINI, *Lo spazio amministrativo europeo. Le pubbliche amministrazioni dopo il Trattato di Lisbona*, Il Mulino, Bologna, 2012, p. 155 e ss.; D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in (a cura di) SANTORO - TONELLI, *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 23 e ss.; ID., *Gli effetti dell'istituzione dell'European Banking Authority e dell'European Systemic Risk Board sull'ordinamento nazionale del credito*, in (a cura di) BILANCIA, *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 71 e ss.

Pur condividendone la dimensione organizzativa autonoma, l'AMLA si avvicina maggiormente al modello delle autorità indipendenti europee, in ragione della sua competenza di supervisione sovranazionale e della funzione di coordinamento delle FIU nazionali.<sup>61</sup>

Essa rappresenta, in tal senso, un organismo indipendente di nuova generazione, in cui la dimensione tecnica della vigilanza si coniuga con l'esigenza di un presidio unitario di legalità finanziaria a livello europeo.

L'AMLA si articola intorno a una duplice missione istituzionale: da un lato, esercitare la vigilanza diretta sui soggetti finanziari ad alto rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo; dall'altro, fungere da meccanismo di coordinamento e scambio informativo tra le Unità di Informazione Finanziaria degli Stati membri.

L'Autorità si configura quale modello del tutto inedito nel panorama delle agenzie europee.

Pur essendo dotata di personalità giuridica autonoma, essa conserva un rapporto funzionale di stretta connessione con il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) e con gli organismi europei deputati al contrasto penale – tra i quali Europol,<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> Per un inquadramento generale sul modello delle Autorità indipendenti, cfr. PASSARO, *Le amministrazioni indipendenti*, Torino, 1996; AA.VV., *Regolazione e garanzia del pluralismo. Le Autorità amministrative indipendenti*, Milano, 1997; AMATO, *Le autorità indipendenti*, in (a cura di) VIOLANTE, *Storia d'Italia*, Torino, 1998; MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo quasi giallo*, bologna, 2000; TITOMANLIO, *Autonomia e indipendenza delle Authorities: profili organizzativi*, Milano, 2000; LAZZARA, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, Padova, 2021; MERUSI - PASSARO, *Le autorità indipendenti. Un potere senza partito*, Bologna, 2003; CLARICH, *Autorità indipendenti: bilancio prospettive di un modello*, Bologna, 2005; SANINO, *L'approdo dell'esperienza delle autorità indipendenti a oltre vent'anni dalla loro istituzione*, Padova, 2015.

<sup>62</sup> Europol, denominata ufficialmente “Agenzia dell’Unione europea per la cooperazione nell’attività di contrasto” è un’agenzia dell’UE con sede all’Aia, la cui missione è sostenere gli Stati membri nella prevenzione e nella lotta contro tutte le forme gravi di criminalità organizzata e internazionale, criminalità informatica e terrorismo.

Eurojust<sup>63</sup> e la Procura europea (EPPO)<sup>64</sup> – delineando una struttura di cooperazione sistematica tra la dimensione finanziaria e quella investigativa dell’Unione.<sup>65</sup>

Se, da un lato, l’AMLA riproduce alcuni tratti tipici delle agenzie europee decentrate – in particolare la connotazione tecnica delle funzioni esercitate e la finalità di rafforzare il coordinamento tra il livello sovranazionale e quello interno – dall’altro lato se ne discosta sensibilmente per la maggiore sofisticazione della propria architettura di governance, per l’elevato grado di indipendenza dai poteri politici e per la capacità di incidere in senso conformativo sul piano regolatorio, attraverso l’adozione di *Regulatory Technical Standards* (RTS) e *Implementing Technical Standards* (ITS).

Tali competenze, qualificabili come “quasi-regolatorie”, accentuano la natura ibrida dell’Autorità, la quale si colloca in una posizione intermedia tra l’organo tecnico e il regolatore sovranazionale, rappresentando un punto di raccordo tra l’amministrazione europea di vigilanza e le istanze di regolazione integrata del mercato finanziario dell’Unione.<sup>66</sup>

---

<sup>63</sup> L’Agenzia dell’Unione europea per la cooperazione giudiziaria penale, Eurojust, con sede all’Aia, aiuta le amministrazioni nazionali a collaborare per combattere il terrorismo e gravi forme di criminalità organizzata che interessano più di un paese dell’UE.

<sup>64</sup> EPPO, acronimo di *European Public Prosecutor’s Office*, è un’istituzione indipendente dell’Unione Europea che indaga e persegue reati che ledono gli interessi finanziari dell’UE. È operativa dal 1° giugno 2021 e ha sede a Lussemburgo.

<sup>65</sup> Si vedano, in tema, CLARICH, *Le sanzioni amministrative bancarie nel meccanismo di vigilanza unico*, in *Banca, Impr. Soc.*, 2014, p. 337; si vedano, più di recente, anche le osservazioni di BARONE - DRAGO - NICOLOSI, *L’erompera della vigilanza bancaria europea*, in *Persona e Amministrazione*, (8), 1, 2021, p. 665 ss., che rilevano come nel MVU possano individuarsi fino a cinque moduli di integrazione: a) il modello della cd. «separazione dei poteri di vigilanza»; b) il modello della c.d. «supremazia»; c) il modello della c.d. «collaborazione»; d) il modello della c.d. «cooperazione»; e) il modello della c.d. «separazione dei poteri sanzionatori».

Cfr., poi DE LUCIA, *Amministrazione transnazionale e ordinamento europeo. Saggio sul pluralismo amministrativo*, Giappichelli, Torino, 2009, p. 60, il quale ricorda che «le unioni di settore sono collocate in una dimensione diversa da quella nazionale e da quella comunitaria: si trovano cioè nella dimensione transnazionale comune a tutti i soggetti che vi prendono parte».

<sup>66</sup> Si vedano, su questi temi, si vedano, ROTONDO, *Il modello di controllo su banche e intermediari dopo l’integrazione con il sistema europeo di vigilanza finanziaria*, in (a cura di) RISPOLI FARINA - ROTONDO, *Banche e imprese nella crisi: nuova regolamentazione dei soggetti e dei mercati*, Atti del Seminario di studi, Università di Napoli “Federico II”, 16 giugno 2014, in *Innovazione e diritto*, 2014, p. 35 e ss.; ID., *Note sulla neutralità funzionale del modello italiano di controllo sui mercati finanziari dopo l’integrazione con il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria*, in *ibidem*, 2014, p. 97

Il vero elemento qualificante del nuovo organismo è, tuttavia, la garanzia di indipendenza – tanto dalle istituzioni politiche quanto dai gruppi di pressione privati – ripetutamente affermata nella Relazione illustrativa e nei Considerando del Regolamento istitutivo. L’indipendenza è infatti esplicitamente richiesta con riferimento a tutti i principali organi interni: il Gruppo investigativo, responsabile degli approfondimenti preliminari ai procedimenti sanzionatori; i membri del Consiglio generale e del Comitato esecutivo; il Direttore esecutivo e la Commissione amministrativa di riesame.

L’assetto delineato mira ad assicurare la neutralità e l’imparzialità dell’azione di vigilanza, sottraendola a possibili condizionamenti politici o pressioni esterne e ancorandola a parametri esclusivamente tecnici, fondati sui principi di proporzionalità e adeguatezza.

Le finalità istituzionali riconosciute all’AMLA si articolano nella tutela dell’interesse pubblico, nella salvaguardia della stabilità del sistema finanziario e nel corretto funzionamento del mercato interno. Se le ultime due appaiono ormai consolidate nel diritto dell’Unione — essendo da tempo acquisita la consapevolezza che il fenomeno del riciclaggio rappresenta una minaccia per la concorrenza, la trasparenza e l’integrità complessiva dell’ordine economico-finanziario — merita invece particolare attenzione la menzione dell’“interesse pubblico”, introdotta dal legislatore privo di una definizione testuale puntuale.

A tale riguardo, possono individuarsi due possibili chiavi interpretative. Una prima, di carattere restrittivo, tende a ricondurre l’interesse pubblico alla mera salvaguardia della stabilità e dell’efficienza del mercato interno. Una seconda, di più ampio respiro e maggiormente persuasiva, riconosce all’espressione un valore autonomo, idoneo a ricoprendere istanze di rango meta-economico e principi

---

e ss.; ID., *Il recepimento del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria nell’ordinamento italiano: l’impatto sull’architettura di vigilanza bancaria*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, p. 41 e ss.

fondanti dell'ordinamento unionale.

L'impiego, nel testo normativo, della congiunzione "e" in luogo della preposizione articolata "alla" depone in favore di questa seconda impostazione, lasciando intendere che l'interesse pubblico costituisca un obiettivo distinto e più esteso, che trascende la dimensione economica per includere finalità di ordine democratico, di tutela dello Stato di diritto, di imparzialità dell'azione amministrativa e di rafforzamento della fiducia dei cittadini nelle istituzioni europee.

Nel perseguitamento di tali obiettivi, l'AMLA sarà chiamata ad operare in una pluralità di settori interconnessi: dalla prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a fini di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, alla valutazione dei rischi e alla vigilanza sull'efficacia dei presidi interni; dalla promozione della convergenza delle prassi di supervisione, al coordinamento e allo scambio informativo tra le Financial Intelligence Units (FIUs) e le autorità competenti; fino all'armonizzazione dei criteri e delle metodologie di analisi dei flussi illeciti.<sup>67</sup>

L'Autorità si configura, pertanto, quale nodo strategico di raccordo funzionale

---

<sup>67</sup> È ormai pacificamente riconosciuto che le *Financial Intelligence Units* (FIUs) rappresentino gli organismi maggiormente qualificanti nell'architettura del sistema antiriciclaggio europeo. Ne discende che il potenziamento della loro capacità di cooperazione costituisca una priorità imprescindibile, che non avrebbe potuto mancare all'interno di un "pacchetto" normativo destinato a ridisegnare in modo organico l'intera struttura istituzionale dell'Unione in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. In tale prospettiva, il legislatore europeo ha inteso dar vita a un sistema multilivello nel quale l'AMLA occupa una posizione centrale, mentre le FIUs degli Stati membri si collocano su un piano funzionalmente decentrato, ma strettamente interconnesso. L'obiettivo è quello di assicurare un più efficiente flusso informativo e una maggiore uniformità delle prassi operative, così da garantire un livello di cooperazione effettiva e stabile tra i diversi centri di vigilanza e di analisi finanziaria. All'interno di tale assetto, l'Autorità europea sarà investita, tra gli altri, dei compiti di sostenere e coordinare l'attività delle FIUs, di contribuire all'individuazione dei casi meritevoli di analisi congiunte, di mettere a disposizione delle stesse, strumenti informatici e applicazioni basate su tecnologie di intelligenza artificiale, nonché di fornire loro assistenza tecnica e informativa specializzata. Il ruolo dell'AMLA potrà dunque sintetizzarsi in quello di autentico *coordinator* del sistema, attorno al quale si articolerà il funzionamento del meccanismo di cooperazione su un duplice binario: da un lato, quello del coordinamento, volto ad armonizzare l'azione delle diverse FIUs; dall'altro, quello del sostegno, destinato a rafforzarne la capacità operativa e l'efficacia nell'attività di prevenzione e contrasto dei fenomeni illeciti. Cfr. Art. 33, 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. 1093/20110, (UE) n. 1094/2010, (UE) n. 1095/2010, COM (2021)421 final, del 20 luglio 2021.

tra la dimensione di controllo degli obblighi di compliance e quella di analisi finanziaria delle segnalazioni sospette, realizzando un continuum operativo tra la fase preventiva e quella repressiva dell’azione di contrasto.

L’effettiva operatività dell’AMLA richiederà, tuttavia, un processo di progressiva implementazione, nel quale risulterà decisiva la cooperazione delle autorità nazionali e delle FIU, chiamate a elaborare procedure, standard e metodologie di vigilanza coerenti con il nuovo assetto regolamentare europeo. In tale prospettiva, il sistema italiano sarà tenuto ad adottare un approccio proattivo e sostanziale, evitando soluzioni meramente adattive e valorizzando il patrimonio esperienziale maturato nella prevenzione domestica dei fenomeni di riciclaggio e finanziamento del terrorismo.<sup>68</sup>

La scelta di mantenere in capo alle autorità nazionali competenti l’esercizio dei compiti e delle funzioni finalizzate alla prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario per scopi di riciclaggio appare coerente con l’impianto tradizionale del cosiddetto “sistema di governo dell’antiriciclaggio”.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> L’AMLAR prevede, infatti, all’articolo 5, paragrafo 5, lett. h), che – al fine di consentire ad AMLA di fornire un’assistenza ottimale alle FIU e aumentare l’efficacia del meccanismo di sostegno e coordinamento delle stesse – vengano individuate e promosse *best practices* attraverso verifiche *inter pares* (ex articolo 48 AMLAR, da non confondere con le verifiche *inter pares* ex articolo 35 AMLAR riservato ai supervisori del settore non finanziario) che in tale contesto, sono state considerate lo strumento migliore per permettere una valutazione oggettiva di tali pratiche. Pertanto, AMLA è stata incaricata di organizzare tali verifiche sulla base di metodi e norme procedurali che essa stessa dovrà elaborare (AMLAR, articolo 48, paragrafo 1). Queste verifiche riguarderanno tutti gli aspetti pertinenti dei compiti delle FIU stabiliti al capo III AMLD e, quindi, l’adeguatezza delle risorse delle FIU, le misure attuate per garantire l’indipendenza e l’autonomia delle FIU sul piano operativo, le misure predisposte per tutelare la sicurezza e la riservatezza delle informazioni trattate dalle FIU, le funzioni relative al ricevimento delle segnalazioni di operazioni sospette, le funzioni relative alle analisi operative e strategiche delle FIU e alla loro diffusione, nonché gli accordi e le pratiche di cooperazione nazionale e transfrontaliera delle FIU. A seguito delle verifiche *inter pares*, AMLA potrebbe emanare orientamenti e raccomandazioni volti a promuovere *best practices* individuate e ad affrontare eventuali carenze.

<sup>69</sup> Per una ricognizione dell’evoluzione (globale, europea e nazionale) del sistema di governo dell’antiriciclaggio e la ricostruzione delle peculiari caratteristiche di tale sistema, si veda, ANDRACCHIO, *Profilo evolutivo della disciplina antiriciclaggio. Integrazione europea della supervisione e sussidiarietà orizzontale del mercato*, Giuffrè, Milano, 2024. Tra gli altri, quanto alla dimensione nazionale, si vedano, CASSESE, *Il controllo pubblico del riciclaggio finanziario*, Giuffrè, Milano, 1999; URBANI, *Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito*, Cedam, Padova, 2005; ID., *Gli strumenti di contrasto dell’economia illegale*, in (a cura di) CAPRIGLIONE, *Manuale di*

Nonostante la recente tendenza verso una progressiva centralizzazione a livello sovranazionale, culminata nella costituzione dell'Autorità europea per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo la struttura istituzionale del sistema antiriciclaggio è stata sin dalle origini improntata a un modello composito e multilivello, in cui la dimensione regolatoria è rimasta prevalentemente affidata ad organismi internazionali ed europei, mentre quella amministrativa e di vigilanza è rimasta radicata negli ordinamenti nazionali.

A livello globale, il ruolo di indirizzo e di standardizzazione è stato tradizionalmente svolto dal FATF-GAFl, cui si devono i principali set di raccomandazioni in materia di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Sul versante europeo, funzioni analoghe sono state progressivamente assunte dalla Commissione, dal Consiglio e dal Parlamento dell'Unione, nonché, in tempi più recenti, dall'Autorità Bancaria Europea (EBA).<sup>70</sup>

Le attività di vigilanza operativa, di controllo e di enforcement sull'osservanza degli obblighi antiriciclaggio sono invece rimaste attribuite alle autorità nazionali competenti, secondo un modello di distribuzione delle competenze fondato sul principio di prossimità e sul riconoscimento del ruolo centrale delle amministrazioni domestiche nella gestione del rischio.

L'intero sistema di prevenzione poggia, com'è noto, su una stretta cooperazione tra il settore pubblico e i cosiddetti "soggetti obbligati", categoria progressivamente ampliata dal legislatore al fine di ricoprendere un numero crescente di operatori economici potenzialmente esposti al rischio di essere, anche inconsapevolmente, utilizzati per finalità di riciclaggio o di reimpiego di proventi

---

*diritto bancario e finanziario*, Cedam, Padova, 2019, p. 545 ss.; FRATANGELO, *Prevention and Countering of Money Laundering and Terrorism Financing*, in (a cura di) SICLARI, *Italian Banking and Financial Law. Supervisory Authoritie and Supervision*, Palgrave Macmillan, Londra, 2015, p. 105 e ss.

<sup>70</sup> Per un inquadramento dei poteri dell'EBA, cfr. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 1, p. 69.

illeciti.

La disciplina nazionale di riferimento, contenuta nel D.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, individua tale cooperazione pubblico-privato come il perno dell'intero apparato preventivo, articolandola in due principali categorie di obblighi: la collaborazione passiva e la collaborazione attiva.

La collaborazione passiva si concretizza, in primo luogo, negli obblighi di adeguata verifica della clientela, i quali impongono di accertare l'identità del cliente o del titolare effettivo, nonché lo scopo e la natura del rapporto instaurato, mediante l'acquisizione di documenti, dati e informazioni provenienti da fonti affidabili e indipendenti.<sup>71</sup>

A tale attività di identificazione si affianca, in via complementare, l'obbligo di conservazione dei dati e delle informazioni raccolte, volto a garantire la tracciabilità delle operazioni e a consentire eventuali controlli successivi, anche a distanza di tempo, sulle movimentazioni sospette.

Nella medesima categoria rientrano, altresì, gli obblighi di predisposizione di presidi organizzativi e procedurali adeguati, destinati a calibrare, secondo un approccio basato sul rischio (*risk-based approach*), l'intensità e la qualità delle misure di prevenzione in funzione delle caratteristiche dimensionali e operative del soggetto obbligato, assicurando una più efficace individuazione di operazioni potenzialmente finalizzate all'immissione di capitali illeciti nel circuito economico legale.

La collaborazione attiva, invece, si esplica principalmente attraverso gli obblighi di segnalazione di operazioni sospette (*Suspicious Transaction Reports – STR*), che impongono agli operatori di trasmettere all'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) apposite comunicazioni redatte secondo modelli standardizzati, ognqualvolta sussistano elementi oggettivi o ragionevoli motivi per ritenere che

---

<sup>71</sup> L'art. 28, par. 1, dell'AMLR prevede che l'AMLA armonizzi gli obblighi di adeguata verifica della clientela, specificando quali informazioni i soggetti obbligati devono raccogliere per svolgere l'adeguata verifica della clientela.

siano in corso, o siano state compiute o tentate, operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Tale obbligo rappresenta il fulcro del meccanismo di collaborazione attiva, costituendo il principale strumento di alimentazione del circuito informativo tra operatori privati e autorità pubbliche e, dunque, una componente essenziale del sistema di prevenzione in senso sostanziale.

In conformità ai principi di effettività e proporzionalità che governano l'azione dell'Unione europea, l'auspicio è che la nuova disciplina, fondata sull'adozione dello strumento del regolamento – e, dunque, direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali – possa assicurare un livello elevato di presidio e di omogeneità nell'attuazione dei controlli, evitando il rischio di compromessi di natura politica o meramente burocratica che ne indebolirebbero la portata sistemica.

Solo un impianto regolatorio realmente ispirato alle finalità sostanziali della vigilanza, capace di coniugare la semplificazione procedurale con il rigore operativo e la responsabilità istituzionale, potrà rafforzare la credibilità dell'Unione quale spazio integrato di legalità e trasparenza finanziaria.

Un simile approccio consentirebbe di consolidare il ruolo dell'ordinamento europeo non soltanto nel contrasto al riciclaggio, ma anche nella prevenzione dell'intera gamma dei fenomeni illeciti connessi all'economia globale, in coerenza con l'obiettivo – di matrice ormai sistemica – di garantire un mercato unico fondato sulla fiducia, sulla tracciabilità dei flussi e sull'integrità dei capitali.<sup>72</sup>

5. L'assetto del sistema europeo di supervisione in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo si fonda su una struttura tripartita, all'interno della quale l'AMLA esercita poteri e funzioni differenziati in base al grado

---

<sup>72</sup> Cfr. MAUGERI, *La regolazione europea delle cripto-attività tra innovazione e tutela del mercato, in Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2024, p. 145 e ss.

di esposizione al rischio e alla natura transfrontaliera dei soggetti vigilati.<sup>73</sup>

Tale modello, ispirato a una logica di integrazione multilivello, segna una svolta nel processo di europeizzazione delle politiche di financial integrity, delineando un equilibrio innovativo tra competenze nazionali e autorità sovranazionale.

Il primo pilastro del sistema è rappresentato dalla supervisione diretta dei soggetti obbligati selezionati, ossia degli operatori individuati sulla base di criteri oggettivi di rilevanza sistematica e di rischio intrinseco.

In questo ambito, l'AMLA è chiamata a effettuare una valutazione periodica e comparativa su due macro-categorie di operatori: da un lato, gli enti creditizi operanti in almeno sette Stati membri; dall'altro, gli intermediari finanziari non bancari – quali i prestatori di servizi di cambio, gli organismi di investimento collettivo, gli istituti di moneta elettronica e le imprese di assicurazione – che esercitino attività in almeno dieci Stati membri.

L'analisi di tali operatori si basa su una metodologia uniforme, definita mediante Regulatory Technical Standards (RTS) elaborati dall'AMLA e successivamente adottati dalla Commissione europea. Essa mira a individuare, in chiave comparata, il rischio intrinseco di riciclaggio e finanziamento del terrorismo al quale ciascun soggetto risulta esposto, tenendo conto di variabili oggettive quali la composizione della clientela, la tipologia dei servizi e dei prodotti offerti, i canali distributivi utilizzati e le aree geografiche di operatività.

---

<sup>73</sup> Cfr., COSTANZO, *La disciplina antiriciclaggio*, in (a cura di) AMOROSINO - RABBITTI BEDOGNI, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 478 e ss.; PELLEGRINI, *Anti-Money Laundering Legislation in the light of the Proposal of the Third EC Directive*, in *European Business Law Review*, 2005, p. 1181 e ss.; URBANI - MINTO, *Recent trends in designing the EU anti-money laundering regulatory landscape: the fourth AML directive between lights, shadows and future perspectives*, in *Review of Law & Economics*, 2016, p. 151 e ss.; ID., *La Quarta Direttiva europea in materia di antiriciclaggio, tra luci, ombre e prospettive*, in *Dir. banc. fin.*, 2017, p. 119 e ss.; ID., *The New Anti-Money Laundering Law. First Perspectives on the 4th European Union Directive*, in (a cura di) SICLARI, Palgrave Macmillan, Londra, 2016; ID., *L'antiriciclaggio dopo la V Direttiva UE*, in *Dirigenza bancaria*, 2019, p. 13 e ss.

Ne discende una duplice logica di selezione: da un lato, quella della transfrontalierità, che riflette la proiezione sovranazionale dell'attività; dall'altro, quella del rischio sostanziale, inteso come grado di vulnerabilità rispetto a fenomeni di riciclaggio e finanziamento illecito.

All'esito della valutazione, gli operatori vengono classificati secondo una scala di quattro livelli di rischio – basso, medio, sostanziale o elevato – e quelli appartenenti alle categorie a maggiore esposizione vengono iscritti in un registro europeo dei soggetti sottoposti a vigilanza diretta.<sup>74</sup>

L'assoggettamento alla supervisione diretta dell'AMLA comporta l'instaurazione di un rapporto giuridico immediato tra l'Autorità europea e il soggetto vigilato, con parziale sottrazione di quest'ultimo alla competenza esclusiva delle autorità nazionali. Si realizza così un modello di vigilanza accentrata e integrata, in cui l'AMLA esercita poteri di controllo, ispezione e sanzione direttamente nei confronti degli operatori più esposti a rischio sistematico.<sup>75</sup>

L'architettura delineata dal legislatore europeo evidenzia dunque una progressiva transizione da un modello di mera cooperazione interstatale a un sistema pienamente integrato di vigilanza, fondato su una rete multilivello di autorità interconnesse. In tale contesto, l'AMLA non si limita ad assumere un ruolo di impulso e di raccordo tra le FIUs nazionali, ma diviene il perno istituzionale di un meccanismo di supervisione unitario, nel quale la dimensione informativa e quella ispettiva si

---

<sup>74</sup> AMLAR, Considerando 21: “L'Autorità dovrebbe assicurare, se del caso, l'allineamento tra la metodologia per la valutazione del profilo di rischio ai fini del processo di selezione a norma del presente regolamento e la metodologia per armonizzare la valutazione dei profili di rischio intrinseco e residuo dei soggetti obbligati a livello nazionale da mettere a punto nelle norme tecniche di regolamentazione adottate a norma dell'articolo 40, paragrafo 2, della direttiva (UE) 2024/1640”.

<sup>75</sup> Sui poteri di controllo, per un inquadramento generale, ci si limita a GIANNINI, *Controllo: nozione e problemi*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1974, p. 1263 e ss.; GARRI, *I controlli Nell'ordinamento italiano*, Milano, 1998; BERTI - MARZONA, *Controlli amministrativi*, in *Enc. dir.*, 1999, p. 457 e ss.; BANI - GIUSTI (a cura di), *Le vigilanze economiche. Le regole e gli effetti*, Cedam, Padova, 2004, p. 733 e ss.; DE BENEDETTO, *Controlli* (dir. amm.), in *treccani.it*, 2017.

fondono in un continuum operativo.<sup>76</sup>

L'attuazione concreta delle funzioni di supervisione trova espressione operativa nella costituzione dei Joint Supervisory Teams (JSTs), ossia gruppi di vigilanza congiunti che assumono la natura di veri e propri organi misti di cooperazione amministrativa.

Ciascun gruppo è deputato al controllo di uno specifico soggetto obbligato, selezionato secondo criteri di rischio e rilevanza sistematica, e presenta una composizione interistituzionale tale da riflettere la duplice dimensione – europea e nazionale – che caratterizza l'assetto multilivello della vigilanza.

I JSTs sono composti da funzionari dell'AMLA e da personale distaccato dalle autorità nazionali competenti, sotto il coordinamento di un responsabile designato dall'Autorità europea, al quale è affidato il compito di garantire l'unitarietà metodologica e la coerenza delle attività ispettive.

Tale struttura mista non costituisce una mera soluzione di tipo organizzativo, bensì uno strumento giuridico di integrazione funzionale tra il livello sovranazionale e quello domestico, coerente con il principio di leale cooperazione sancito dall'art. 4, par. 3, TUE. Essa incarna, infatti, un modello amministrativo capace di coniugare l'autonomia decisionale delle autorità nazionali con il potere di indirizzo e di coordinamento dell'AMLA, realizzando una forma avanzata di governance composita e cooperativa.

L'attività istruttoria svolta dai gruppi congiunti rappresenta la base cognitiva su cui si fondano le determinazioni degli organi deliberativi dell'Autorità — in particolare, il Consiglio generale e il Comitato esecutivo — chiamati ad adottare i provvedimenti conclusivi di supervisione e le eventuali misure correttive o sanzionatorie. In tale prospettiva, il sistema europeo di vigilanza AML/CFT si

---

<sup>76</sup> Sul tema, PASSALACQUA, *Vigilare ispezionando*, in BANI - GIUSTI (a cura di), Vigilanze economiche. Le regole e gli effetti, cit., p. 219, che ha avvertito che il termine vigilanza, quantomeno prima facie, consta di due significati: da un lato l'attenta sorveglianza a scopo di controllo, dall'altro la cura sollecita ovvero l'accorta attenzione.

configura come un modello unitario e coordinato di procedimento amministrativo multilivello, nel quale la dimensione tecnico-analitica dell'attività istruttoria si salda con quella giuridico-decisionale, dando luogo a una struttura procedimentale che coniuga efficienza operativa, certezza del diritto e uniformità applicativa.

Nell'ambito della vigilanza diretta, l'Autorità europea antiriciclaggio è investita di un ampio ventaglio di poteri informativi e ispettivi, funzionali a garantire la conformità dei soggetti vigilati alla disciplina europea e nazionale di riferimento.

Tali prerogative comprendono, tra le altre, la facoltà di richiedere la trasmissione di informazioni e documenti ritenuti rilevanti ai fini dell'attività di controllo, l'accesso alle scritture contabili e ai registri aziendali, nonché la convocazione degli operatori per audizioni, chiarimenti o presentazione di osservazioni in ordine a specifiche condotte o operazioni.

L'AMLA è, inoltre, legittimata a disporre ispezioni in loco, anche senza preavviso, qualora emergano elementi indiziari di violazione della normativa o situazioni di rischio sistematico tali da compromettere la stabilità o l'integrità del mercato.<sup>77</sup>

Questi poteri, fondati sul diritto derivato dell'Unione, rivestono una funzione di rilievo sistematico, poiché perseguono l'obiettivo di assicurare un'applicazione uniforme del diritto antiriciclaggio, rafforzando la certezza giuridica e la coerenza del quadro regolatorio all'interno del mercato finanziario unico.

Essi concretizzano, in chiave istituzionale, il principio di armonizzazione effettiva delle prassi di vigilanza e rappresentano il perno di un sistema di controllo multilivello coerente con le esigenze di integrità, trasparenza e stabilità dei mercati finanziari.

All'esito dell'attività ispettiva o dell'analisi documentale, qualora emergano irregolarità o violazioni, l'Autorità è abilitata a esercitare i propri poteri conformativi

---

<sup>77</sup> Cfr. PASSALACQUA, *Ispezioni economiche. Tipologie, procedimenti e approcci sistematici*, Padova, 2005.

e sanzionatori.

Le misure conformative – o di supervisione – sono dirette al ripristino della conformità normativa e possono consistere nell'imposizione di ordini di rafforzamento dei presidi AML/CFT, nella richiesta di adozione di piani di risanamento, nell'introduzione di modifiche alla struttura di governance ovvero nella limitazione o sospensione dell'esercizio di determinate attività ritenute sensibili. Nei casi di maggiore gravità, in presenza di comportamenti dolosi o gravemente colposi, l'AMLA può proporre la revoca dell'autorizzazione o attivare un autonomo procedimento sanzionatorio, volto all'irrogazione di sanzioni pecuniarie proporzionate, effettive e dissuasive, conformemente ai principi sanciti dal diritto dell'Unione.<sup>78</sup> L'intero procedimento si svolge nel rispetto del giusto procedimento amministrativo europeo, garantendo ai soggetti vigilati il diritto di difesa, la partecipazione mediante memorie e audizioni, nonché l'accesso agli atti istruttori.

La previsione di sanzioni aggiuntive, commisurate al ritardo nell'esecuzione dei provvedimenti e calcolate per giorno di inadempimento, risponde al principio di effettività dell'enforcement, rafforzando la forza vincolante delle decisioni dell'Autorità. Nel suo complesso, l'architettura istituzionale dell'AMLA si fonda su una logica di gradualità e di proporzionalità, all'interno della quale la funzione conformativa precede quella sanzionatoria e la dimensione preventiva assume preminenza rispetto a quella repressiva. Tale impostazione risponde all'esigenza di orientare l'attività di vigilanza verso la correzione tempestiva delle disfunzioni e la

---

<sup>78</sup> Sulla potestà sanzionatoria della pubblica amministrazione, tra i tantissimi, PAGLIARI, *Profili teorici della sanzione amministrativa*, Cedam, Padova, 1988; TRAVI, *Sanzioni amministrative*, in *Enc. dir.*, 1989, pp. 345 e ss.; BANI, *Il potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti. Spunti per un'analisi unitaria*, Giappichelli, Torino, 2000; GOISIS, *Discrezionalità ed autoritatività nelle sanzioni amministrative pecuniarie, tra tradizionali preoccupazioni di sistema e nuove prospettive di diritto europeo*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2013, p. 79 e ss.; CAGNAZZO - TOSCHEI - TUCCARI (a cura di), *La sanzione amministrativa*, Giuffrè, Milano, 2016; CIMINI, *Il potere sanzionatorio delle amministrazioni pubbliche. Uno studio critico*, Editoriale scientifica, Napoli, 2017; VITALE, *Le sanzioni amministrative tra diritto nazionale e diritto europeo*, Giappichelli, Torino, 2018.

promozione della compliance, in un'ottica di prevenzione sistematica del rischio.

Il sistema così configurato persegue un equilibrio dinamico tra l'efficacia dell'azione di controllo e la salvaguardia dei diritti fondamentali dei soggetti vigilati, delineando un modello europeo di *enforcement* collaborativo, improntato alla responsabilità condivisa e alla cooperazione amministrativa tra livelli istituzionali.

Attraverso la combinazione di una supervisione diretta nei confronti degli operatori caratterizzati da elevato profilo di rischio e di una vigilanza indiretta esercitata mediante i Joint Supervisory Teams (JSTs), l'Autorità europea realizza un sistema ibrido e multilivello, nel quale la dimensione sovranazionale e quella domestica concorrono alla realizzazione di un obiettivo comune: la tutela dell'integrità, della stabilità e della trasparenza del mercato finanziario dell'Unione.

Il disegno complessivo si inscrive, pertanto, nella prospettiva di una integrazione amministrativa di tipo funzionale, in cui l'AMLA assurge a perno di un rinnovato equilibrio tra centralizzazione e sussidiarietà,<sup>79</sup> assicurando uniformità interpretativa, proporzionalità dell'intervento e coerenza con i principi cardine dell'amministrazione europea — *good governance*, trasparenza e *accountability*.

Il secondo pilastro della nuova architettura europea di vigilanza è rappresentato dalla supervisione indiretta sui soggetti obbligati non selezionati operanti nel settore finanziario. Tale categoria comprende, in via residuale, tutti gli enti creditizi e gli intermediari finanziari non bancari che non rientrano tra i soggetti sottoposti al controllo diretto dell'Autorità europea, rimanendo quindi affidati alla competenza delle autorità nazionali di vigilanza.

Si parla, in questo caso, di supervisione indiretta poiché l'AMLA non eserciterebbe poteri ispettivi o sanzionatori immediati nei confronti di tali operatori, ma funzioni di indirizzo, coordinamento e armonizzazione dell'attività di vigilanza condotta dalle autorità nazionali competenti. Si configura, pertanto, una forma di

---

<sup>79</sup> Per alcune interessanti considerazioni, FLICK, *Sussidiarietà e principio di prossimità, quali modelli per uscire dalla crisi?*, in *Conversazioni AREL*, 2010, p. 3 e ss.

“vigilanza sulla vigilanza”, in cui l’Autorità europea assume un ruolo di garanzia sistematica e di impulso operativo, finalizzato ad assicurare un livello omogeneo di effettività dei controlli nel territorio dell’Unione.

Nell’ambito di tali prerogative, l’AMLA risulterebbe legittimata a richiedere alle autorità nazionali di supervisione la trasmissione di ogni documento, informazione o dato utile all’esercizio dei propri compiti, nonché ad emanare orientamenti, raccomandazioni e istruzioni vincolanti circa le misure da adottare per la corretta applicazione della normativa antiriciclaggio. Tali poteri, di natura essenzialmente strumentale e conformativa, sono funzionali a consentire alle autorità nazionali di assolvere adeguatamente le attribuzioni loro conferite all’interno del secondo pilastro, che comprendono – tra le altre – la tenuta dell’elenco dei supervisori nazionali, la valutazione periodica delle risorse e dei poteri a essi attribuiti, la verifica delle strategie e delle capacità operative, la partecipazione ai collegi di supervisione, la promozione della convergenza delle prassi di vigilanza e la facilitazione dello scambio di personale e di informazioni tra le diverse giurisdizioni.

In particolare, l’AMLA sarà tenuta a svolgere valutazioni periodiche sull’adeguatezza delle risorse, degli strumenti e dell’efficacia delle autorità nazionali di vigilanza, al fine di garantire un elevato livello di efficienza e la convergenza sostanziale delle metodologie di controllo.<sup>80</sup> Tali valutazioni verrebbero effettuate da un Pool misto, composto da personale dell’AMLA e – su base volontaria – da membri delle autorità nazionali diverse da quella oggetto di esame. La composizione mista del gruppo ispettivo costituisce un elemento di particolare interesse, poiché consente una circolazione virtuosa di competenze e sensibilità tecniche: da un lato, l’AMLA può avvalersi della conoscenza diretta e della prospettiva operativa degli

---

<sup>80</sup> “AMLA will... support NCAs through training regarding colleges of supervisors, work out plans to participate in colleges in the financial sector...”, AMLA WORK PROGRAMME 2025, *Management Summary, Activities for the second half of 2025, Activities for the second half of 2025*, p.11. Si fa riferimento, ovviamente, ai “collegi di supervisione AML/CFT” definiti al numero 8 dell’articolo 2 AMLD come strutture permanenti “...per la cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini della supervisione di un gruppo o di un soggetto che opera in uno Stato membro ospitante o paese terzo”.

insider nazionali; dall'altro, le autorità degli Stati membri hanno la possibilità di confrontarsi con l'approccio valutativo e metodologico dell'Autorità europea, rafforzando così il dialogo interistituzionale e l'allineamento culturale della vigilanza.

All'esito di ciascuna valutazione, il Pool misto redigerà una relazione illustrativa nella quale saranno indicate le criticità riscontrate e le misure correttive ritenute necessarie. Sulla base di tale relazione, il Comitato esecutivo dell'AMLA adotterà orientamenti o raccomandazioni contenenti l'indicazione puntuale delle follow-up measures che le autorità nazionali dovranno porre in essere con ogni sforzo di conformazione.

Sempre nel contesto del secondo pilastro, l'AMLA sarà investita del compito di coordinare i lavori dei collegi di supervisione antiriciclaggio, organi istituiti dalle autorità nazionali al fine di esercitare congiuntamente i poteri di vigilanza nei confronti degli enti creditizi o finanziari stabiliti in almeno due Stati membri, nonché nei confronti degli operatori di Paesi terzi aventi sedi o filiali in almeno tre Stati membri dell'Unione. Tali collegi, lungi dal costituire meri organismi organizzativi, si configurano come moduli procedurali di cooperazione multilivello, destinati a promuovere una collaborazione mista – in parte orizzontale, tra autorità nazionali, e in parte verticale, tra queste e l'Autorità europea – in un'ottica di integrazione effettiva e di progressiva armonizzazione del sistema di supervisione AML/CFT.

Non possono, pertanto, essere considerate unità dotate di autonoma soggettività giuridico-amministrativa, poiché le misure adottate all'esito delle loro riunioni continuano a rientrare nella titolarità delle singole autorità nazionali partecipanti. La funzione essenziale dei collegi di supervisione è, dunque, quella di favorire un flusso costante di informazioni, di esperienze e di prassi operative, volto a rendere effettiva una supervisione integrata sugli intermediari che operano nel territorio di più Stati membri.

Quanto al ruolo dell'AMLA in relazione a tali collegi, essa, oltre a godere del diritto di prendervi parte, è investita di un complesso di poteri ulteriori. In particolare,

l’Autorità europea può intervenire nei casi di inerzia o inattività delle autorità nazionali, istituendo autonomamente collegi di supervisione antiriciclaggio, convocandone e organizzandone le riunioni, fornendo assistenza logistica e tecnica nello svolgimento delle ispezioni congiunte, nonché curando la raccolta e la condivisione delle informazioni rilevanti ai fini dell’attività di vigilanza.

Di peculiare interesse risultano, inoltre, i poteri di cui l’AMLA disporrebbe per sollecitare l’intervento delle autorità nazionali in presenza di gravi indizi circa violazioni commesse da soggetti obbligati non selezionati. Si tratta delle cosiddette “richieste di agire”, che si inseriscono in un articolato procedimento scandito in tre fasi successive.

La prima fase, di competenza delle autorità nazionali, si attiva quando queste ultime sono tenute a notificare all’AMLA le situazioni nelle quali l’esposizione al rischio di riciclaggio di un soggetto obbligato non selezionato raggiunga un livello tale da poter compromettere la reputazione dello Stato membro interessato o dell’Unione nel suo complesso.

Tale notifica apre la seconda fase, nella quale l’Autorità europea invita formalmente l’autorità nazionale competente ad agire, specificando le modalità dell’intervento. L’AMLA può, a tal fine, richiedere che siano: a) avviate indagini volte ad accertare la sussistenza e la gravità delle violazioni; b) adottate sanzioni amministrative nei confronti del soggetto responsabile; c) emanati provvedimenti di natura conformativa, imponendo all’operatore l’adozione delle misure necessarie a ripristinare la conformità alla normativa antiriciclaggio.

La terza fase del procedimento si conclude qualora l’autorità nazionale si conformi alle istruzioni ricevute dall’AMLA; in caso contrario, si apre una nuova sequenza procedimentale, finalizzata alla sostituzione dell’Autorità europea all’autorità nazionale inadempiente.

In questa ipotesi, se entro dieci giorni dalla richiesta l’autorità nazionale non abbia adottato le misure indicate, l’AMLA può presentare alla Commissione una

domanda motivata di autorizzazione all'avocazione dei poteri e delle funzioni della stessa autorità. A seguito dell'esame della richiesta, la Commissione potrà decidere di respingere l'istanza, mantenendo le competenze in capo all'autorità nazionale, ovvero di accoglierla, fissando un termine oltre il quale l'esercizio dei poteri di vigilanza viene trasferito in via diretta all'Autorità europea.

Le ipotesi di sostituzione così delineate sollevano, tuttavia, alcune considerazioni di carattere sistematico e istituzionale.

La sostituzione di un organo europeo nell'esercizio di funzioni amministrative ordinariamente attribuite agli Stati membri – ai sensi degli artt. 197 e 291 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea – non sembra, in linea di principio, porsi in contrasto con i limiti giuridici del sistema. Ciò in quanto lo stesso Trattato di Lisbona ammette che, per assicurare l'attuazione uniforme degli atti dell'Unione giuridicamente vincolanti, le istituzioni europee possano esercitare direttamente funzioni amministrative nei casi in cui ciò risulti necessario per garantire l'effettività del diritto europeo.

Occorre tuttavia considerare che le istituzioni europee legittimate a sostituirsi alle amministrazioni nazionali nell'esecuzione del diritto dell'Unione – ivi compreso quello di recepimento interno – sono individuate espressamente nella Commissione e nel Consiglio, in ossequio al principio di equilibrio istituzionale e al principio di attribuzione delle competenze sancito dall'art. 5 del Trattato sull'Unione europea. La Corte di giustizia, in una prima fase, aveva peraltro teso a circoscrivere in modo rigoroso la possibilità di delega di funzioni esecutive alle agenzie europee, evidenziando la necessità di preservare la distinzione tra competenze politiche, amministrative e tecniche.

Alla luce di tali considerazioni, può ritenersi che le funzioni amministrative esercitabili dall'Autorità europea in sostituzione delle autorità nazionali, nel rispetto del principio di sussidiarietà sancito dall'art. 5 TUE, risultino pienamente conformi alle condizioni elaborate dalla giurisprudenza dell'Unione. Ne discende che il

meccanismo delineato dal legislatore non comporta alcuna alterazione dell'equilibrio istituzionale europeo, configurandosi piuttosto come uno strumento idoneo ad assicurare l'uniforme applicazione del diritto dell'Unione all'interno dei diversi ordinamenti nazionali.

Le funzioni sostitutive attribuite all'AMLA trovano, infatti, fondamento esplicito in un atto legislativo dell'Unione, sono subordinate al rispetto di condizioni oggettive e predeterminate e risultano soggette a un controllo rigoroso da parte dell'istituzione delegante, vale a dire la Commissione europea, la quale conserva la facoltà di autorizzarne o negarne l'esercizio. Inoltre, i provvedimenti adottati dall'Autorità in via sostitutiva sono suscettibili di impugnazione dinanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea, a garanzia dell'osservanza dei principi di legalità e di tutela giurisdizionale effettiva.

Per quanto riguarda i poteri sanzionatori e regolamentari conferiti all'Autorità europea, la loro adozione si colloca entro confini strettamente tecnici e proceduralmente garantiti.<sup>81</sup>

Gli atti di *rule-making* e di *adjudication* che l'Autorità può emanare sono infatti vincolati a condizioni puntuali e rigorose, non implicano scelte di natura politica o strategica, e devono mantenersi entro la sfera delle competenze tecniche e operative assegnate. Tali atti sono inoltre assoggettati ai meccanismi di accountability previsti nei confronti della Commissione europea e sottoposti ai controlli amministrativi e giurisdizionali dell'ordinamento unionale: da un lato, mediante la Commissione amministrativa di riesame, che opera in funzione di garanzia interna e di verifica di legittimità procedurale; dall'altro, attraverso la Corte di giustizia dell'Unione europea, competente a pronunciarsi in via definitiva sulla legittimità sostanziale degli

---

<sup>81</sup> Sui poteri regolatori delle Autorità Amministrative Indipendenti, cfr., BILANCIA, *Riflessi del potere normativo delle Autorità indipendenti sul sistema delle fonti*, in *Diritto e società*, 1999, p. 231 e ss.; TITOMANLIO, *Potestà normativa e funzione di regolazione. La potestà regolamentare delle autorità amministrative indipendenti*, Giappichelli, Torino, 2012.

atti adottati dall'Autorità.

Ne emerge un sistema equilibrato, nel quale l'attribuzione all'AMLA di poteri sostitutivi e sanzionatori non si traduce in un'indebita espansione delle prerogative amministrative a livello sovranazionale, ma piuttosto in un raffinato congegno di integrazione funzionale tra il livello europeo e quello nazionale, fondato sulla leale cooperazione, sul controllo reciproco e sulla salvaguardia dei principi di proporzionalità e di equilibrio istituzionale.<sup>82</sup>

Essa riafferma la funzione pubblicistica della valutazione del merito creditizio, non più intesa come strumento di mera tutela del finanziatore, ma come presidio di equilibrio e sostenibilità dell'intero mercato del credito.

**Antonio Felice Uricchio**  
*Ordinario di diritto tributario*  
*nell'Università di Bari "Aldo Moro"*

**Alma Agnese Rinaldi**  
*Docente a c. di diritto pubblico dell'economia*  
*nell'Università LUMSA*

---

<sup>82</sup> In tal senso BUTTIGIEG, *The EU Anti-Money-Laundering Authority: A strategic roadmap*, in *Journal of Financial Compliance*, Vol. 8, n. 4, p. 339, January 2025.

**LA GESTIONE DEL RISCHIO NELLE CONTRATTAZIONI SUI  
MERCATI OTC. FOCUS SUL COLLOCAMENTO RISERVATO E SULLA  
PRASSI DELLE NEGOZIAZIONI IN PERIODO DI GREY MARKET  
NEL QUADRO DEL REGOLAMENTO PROSPETTO \***

*(Risk management in OTC market trading.*

*Focus on private placement and grey market trading practice  
under the new Prospectus Regulation)*

**ABSTRACT:** L'articolo esamina le norme di "chiusura" che tutelano gli interessi degli investitori nell'ambito delle negoziazioni di titoli non ancora emessi. L'analisi si concentra in particolare sulle norme attualmente applicabili in caso di collocamenti privati, in applicazione del Regolamento Prospetto, con specifico riferimento al regime di esenzioni e alle ipotesi di nullità in caso di collocamento privato. In relazione all'obbligo di informazione dell'investitore, è possibile osservare, in termini di contenuto, che le differenze tra il prospetto nell'ambito delle offerte pubbliche e il prospetto informativo tendono ad attenuarsi nel più ampio contesto di una tendenza alla semplificazione del prospetto.

*The article examines the 'closing' rules that protect the interests of investors in the context of trading in securities that have not yet been issued. The brief analysis will examine the rules currently applicable in the case of private placements, in application of the Prospectus Regulation, with specific reference to the regime of exemptions and the hypotheses of nullity in the case of private placement.*

*In relation to the obligation to inform the investor, it is possible to observe, in terms of content, that the differences between the prospectus in the context of public offerings and the offering circular tend to diminish in the broader context of a trend*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*towards simplification of the prospectus.*

**SOMMARIO:** 1. Considerazioni di carattere introttivo e campo dell'indagine. - 2. Il collocamento riservato e innovazioni tecnologiche nel settore finanziario. - 3. Le esigenze di semplificazione dei prospetti informativi destinati alla pubblicazione e le linee guida approvate il 13 luglio 2023 dal Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) - 4. Le negoziazioni in periodo di grey market e la (scarsa) operatività dell'art. 100 bis T.U.F. - 5. Le modifiche dettate dall'adeguamento alla disciplina recata dal Regolamento Prospetto. Quid novi (?).

1. Il contributo intende indagare la disciplina di “chiusura” che si pone a presidio degli interessi degli investitori nell’ambito di negoziazioni aventi ad oggetto titoli non ancora emessi.

La breve analisi attraverserà la normativa attualmente applicabile, nel più ampio quadro della manovra di adeguamento al Regolamento Prospetto, con specifico riferimento al regime delle esenzioni ed alle ipotesi di nullità nel caso di attività sollecitoria dissimulata.<sup>5</sup>

Nell’ottica di presidiare gli obiettivi collegati alla ponderazione del rischio, verrà poi dato conto degli effetti che sta producendo, sul piano dei contenuti, l’attività di semplificazione dei prospetti informativi incoraggiata dalle stesse Autorità di Vigilanza;<sup>6</sup> attività, quest’ultima, che tende ad avvicinare i contenuti del prospetto destinato alla pubblicazione nell’ambito dell’offerta al pubblico, alle *offering circular*<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Un’ampia disamina della disciplina recata dal Regolamento (UE) 2017/1129 (c.d. regolamento prospetto) è operata LUCANTONI, *Informazione obbligatoria e irrazionalità dell’investitore: prime note sul nuovo regolamento europeo in materia di prospetto*, in NUZZO, PALAZZOLO (a cura di), *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Scritti in onore di Gustavo Visentini, parte III: Banca, finanza e concorrenza* (pp. 281-292), Luiss University Press, Roma, 2020.

<sup>6</sup> Nel solco tracciato dalla proposta della Commissione UE sul c.d. Listing Act Package (attualmente in discussione tra Parlamento UE e Consiglio UE) e dal Libro Verde del Ministero dell’Economia e delle Finanze, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) ha varato lo scorso luglio le “Linee guida per la semplificazione dei prospetti”, Linee guida per la semplificazione dei prospetti informativi, 2023, disponibili su [https://www.consob.it/documents/1912911/1963829/COMI\\_Linee\\_guida\\_sempl\\_prospetti\\_20220713.pdf/62a319eb-3357-b78e-115b-58eb449c2e06](https://www.consob.it/documents/1912911/1963829/COMI_Linee_guida_sempl_prospetti_20220713.pdf/62a319eb-3357-b78e-115b-58eb449c2e06).

<sup>7</sup> Il termine *offering circular* è adoperato dalla legislazione americana (Securities Act del 1933) per indicare quel documento che deve accompagnare un’offerta di “securities” o di azioni di fondi comuni.

utilizzate nelle offerte riservate di titoli in periodo di *grey market*.

In concreto le negoziazioni che intervengono nella fase di *grey market* hanno modalità del tutto simili a quelle tipiche di un “mercato secondario” e seguono le (poche) regole incidenti sul fenomeno del c.d. collocamento riservato.<sup>8</sup>

Allo scopo di meglio descriverne le dinamiche, saranno premessi alcuni cenni sul ruolo svolto dai *brokers* nel collocamento dei titoli in questione, sul “luogo” di scambio privilegiato dagli intermediari (il mercato euroobbligazionario) e sul veicolo utilizzato per le negoziazioni: il *private placement* (o collocamento privato) che si caratterizza per essere la modalità privilegiata di diffusione dei prodotti finanziari, specie in ambito internazionale.

A ben vedere il nucleo problematico delle negoziazioni in parola, peraltro comune ad ogni rapporto che metta in relazione due soggetti aventi un bagaglio di informazioni ed esperienze profondamente diseguale, è individuabile proprio nella carenza di dati in mano agli investitori privati, circostanza che accentua la naturale situazione di asimmetria informativa che connota il rapporto tra intermediario ed investitore privato.

Per ragioni di opportunità infatti, mentre gli obblighi informativi posti a carico degli emittenti e dei responsabili del collocamento, saranno più penetranti nel caso di offerta di prodotti finanziari destinata a raggiungere il pubblico dei risparmiatori

---

Esso, ha una funzione esplicativa delle condizioni dell’offerta, delle caratteristiche dei titoli e della situazione patrimoniale e finanziaria dell’emittente, al fine di agevolare le decisioni dell’investitore circa l’adeguatezza di tale investimento alle sue esigenze. Il livello di dettaglio e di accuratezza delle informazioni contenute nell’*offering circular* dipenderà, tra gli altri, da fattori quali il prestigio dell’emittente, in quanto una maggior quantità di informazioni sarà richiesta per una società sconosciuta al mercato ed operante in attività ad alto tasso di rischio; dalle caratteristiche dei titoli (ed il rischio loro connesso); dalla giurisdizione. La funzione di disclosure dell’*offering circular* è determinata dalla necessità di fornire ai potenziali investitori le informazioni aggiuntive al fine di consentire loro di decidere se investire o meno negli strumenti di debito del determinato emittente.

<sup>8</sup> Sul concetto e sulla disciplina applicabile al collocamento riservato ACCETTELLA, *Collocamento di strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2013, stesso A., *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, p. 454 e ss., sul punto anche PAGNONI, *Negoziazione e collocamento riservato come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari*, Soc., 2005, II, p. 159.

(di qui la disciplina dell'offerta al pubblico di cui agli artt. 94 ss. T.U.F.), gli stessi obblighi saranno assai meno pressanti (se non inesistenti) nel caso di offerta rivolta squisitamente a *“professional investors”*, nell'ambito di un'operazione di collocamento loro riservata. In quest'ultimo caso, compiendo una scelta di valore, il legislatore comunitario ha valutato prevalente l'interesse generale alla speditezza delle negoziazioni, rispetto all'esigenza di tutela, *tout court*, dell'investitore.

2. Le innovazioni di carattere tecnologico nel settore finanziario hanno avuto un impatto anche nell'ambito del c.d. collocamento riservato.

Nell'ambito delle negoziazione dei titoli in periodo di *“grey market”* l'unico documento sulla base del quale gli investitori possono valutare la bontà dell'offerta è l'*offering circular*, il documento di emissione, redatto a cura dei collocatori e ad uso degli investitori istituzionali, che contiene le informazioni descrittive dell'emittente, ed in particolare la descrizione analitica della storia, del *business*, del *management*, delle attività svolte e di quelle programmate oltre ad una stringata analisi dell'andamento finanziario dell'emittente.<sup>9</sup>

Per inciso occorre dire che l'*offering circular*, non è elemento caratterizzante delle emissioni di *Eurobonds* (mercato massicciamente interessato dalle negoziazioni in periodo di *grey market*), in quanto tali operazioni possano essere effettuate anche senza l'utilizzo del supporto informativo offerto dal documento di emissione. Tale circostanza, pur rara, non rappresentata di per sé stessa un'aberrazione in quanto le *offering circular* sono sia documenti che hanno una funzione di *disclosure*, sia documenti necessari per il *listing* delle obbligazioni; nel caso dunque non vi sia nessun *listing* e non vi sia un approccio formale al mercato da parte degli operatori, l'*offering circular* non viene neppure utilizzata.

---

<sup>9</sup> Sul contenuto minimo dell'*Offering Circular* si veda RAVAZZOLO, *In Offering Circular e Obblighi Informativi della banca*, in *Contratto e Impr.*, n. 2, 2021, p. 388 (commento alla normativa).

Resta tuttavia scolpito il principio secondo il quale, in maniera del tutto similare a quanto accade in una procedura di offerta al pubblico, la responsabilità dell'*offering circular*, ed in particolare della *business description*, sia sempre in capo all'emittente, il quale ha il compito e l'obbligo di fornire informazioni corrette affinché possa considerarsi correttamente assolta la funzione di *disclosure* del documento.

Nel contesto del collocamento riservato di prodotti finanziari, in realtà, vengono utilizzati diversi strumenti e tecniche per garantire il successo dell'operazione. Tra i principali strumenti rientrano le *private placement memorandum* (PPM), documenti legali che forniscono informazioni dettagliate sul prodotto finanziario e sulle modalità di investimento. Le tecniche di marketing e comunicazione svolgono un ruolo chiave nel raggiungimento degli investitori target, mentre le roadshow permettono di presentare il prodotto in maniera diretta agli investitori potenziali. La creazione di *partnership* strategiche con intermediari finanziari qualificati può facilitare l'accesso a investitori istituzionali e retail, garantendo la copertura del mercato e il successo del collocamento.

La digitalizzazione dei processi di collocamento consente una maggiore efficienza nella raccolta e distribuzione di prodotti finanziari, riducendo i costi operativi e migliorando l'accesso agli investimenti per un numero più ampio di potenziali investitori. Inoltre, l'utilizzo di tecnologie come *blockchain* e *smart contracts* può aumentare la sicurezza e la trasparenza delle transazioni, riducendo i rischi di frodi e errori. Le piattaforme di *crowdfunding* e *peer-to-peer lending* stanno anche rivoluzionando il modo in cui vengono scelti e distribuiti i prodotti finanziari, offrendo nuove opportunità di investimento per enti ed imprese "selezionate".

Al fine di assicurare una certa "neutralità" dell'analisi, occorre dar conto degli effetti che stanno raccogliendo gli obiettivi di semplificazione che stanno interessando, trasversalmente, la regolamentazione dell'offerta al pubblico prevista dal T.U.F., in particolare ricadenti sui contenuti del prospetto informativo.

3. Le Linee Guida per la semplificazione dei prospetti” approvate il 13 luglio 2023 dal Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) istituito dalla Consob, hanno certamente sublimato il concetto di “semplicazione”, qualificandolo non solo dal punto di vista della mole dei contenuti per ottimizzarne la funzione di *disclosure*, ma anche raccogliendone l’utilità in termini di accelerazione dei processi e di facilitazione del business, nell’ottica appunto di favorire l’accesso al mercato dei capitali e di ridurne i costi, sempre nel rispetto della massima trasparenza informativa, quale volano per la ripresa economica.<sup>10</sup>

Per ogni tipologia di prospetto è stato quindi individuato un documento *benchmark* cui eventualmente parametrare la tipologia e il livello di informativa, sono state precise aree di maggiore possibilità di semplificazione e sono state indicate talune prassi redazionali virtuose, partendo anche dall’analisi di quanto pubblicato dagli emittenti negli ultimi anni.

In adesione a quanto previsto dal Considerando 27 del Regolamento Prospetto, le Linee Guida forniscono indicazioni utili affinché il prospetto non contenga informazioni che non siano rilevanti o specifiche dell’emittente e dei titoli offerti, in quanto ciò potrebbe oscurare le informazioni appropriate ai fini della decisione di investimento, in linea con l’esigenza di assicurare la migliore tutela degli

---

<sup>10</sup> Le linee guida approvate dalla Consob in data 13 luglio 2023, si riferiscono ai prospetti di offerta al pubblico e di quotazione, redatti in lingua italiana e in lingua inglese, ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129 (“Regolamento Prospetto”) e successive modificazioni. Accanto alle proposte di semplificazione, sono individuate, relativamente ad alcune specifiche aree informative, proposte redazionali. In coerenza con il *Considerando* n. 27 del Regolamento Prospetto, le linee guida forniscono indicazioni utili affinché il prospetto “non” contenga informazioni che non siano rilevanti o specifiche dell’emittente e dei titoli offerti, in quanto ciò potrebbe oscurare le informazioni appropriate ai fini della decisione di investimento, in linea con l’esigenza di assicurare la migliore tutela degli investitori. In tale prospettiva, l’applicazione delle linee guida può contribuire all’obiettivo di valorizzare la significatività delle informazioni e può consentire ai soggetti incaricati della redazione del prospetto di selezionare ed esporre le informazioni appropriate in coerenza con il principio generale espresso nella normativa europea.

investitori.<sup>11</sup> In tale prospettiva, l'applicazione delle Linee Guida può contribuire all'obiettivo di valorizzare la significatività delle informazioni e può consentire ai soggetti incaricati della redazione del prospetto di selezionare ed esporre le informazioni appropriate in coerenza con il principio generale espresso nella normativa europea.<sup>12</sup>

D'altronde l'esigenza di semplificazione era da più parti avvertita come reale, allo scopo di non vederne mortificata la funzione in ragione della sovrabbondanza di nozioni, e di migliorarne l'intellegibilità e la comprensione.<sup>13</sup>

In linea con la proposta della Commissione UE nel Listing Act, le Linee Guida raccomandano pertanto una lunghezza massima del documento (i.e. 300 pagine) e, tra le possibili sezioni oggetto di semplificazione e razionalizzazione nell'ambito del Documento di Registrazione per il Prospetto Informativo Equity, si segnalano in particolare:

a) Fattori di rischio: da rappresentare in forma sintetica per non pregiudicare la comprensibilità e la chiarezza come richiesto dagli Orientamenti ESMA<sup>14</sup>;

---

<sup>11</sup> Peraltro il Regolamento delegato (UE) 2019/980 della Commissione, del 14 marzo 2019, ha integrato il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio proprio con riferimento al contenuto, al controllo e all'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, perseguiendo il dichiarato scopo di consentire l'accelerazione dei processi e di facilitazione del business, nell'ottica appunto di favorire l'accesso al mercato dei capitali e di ridurne i costi, sempre nel rispetto della massima trasparenza informativa, quale volano per la ripresa economica.

L'esigenza appare ancora più marcata in tema di offerte secondarie (aumenti di capitale e passaggio da mercato non regolamentato a mercato regolamentato) nell'ambito delle quali il *Listing Act Package* varato dalla Commissione UE, auspica l'adozione di un “*Follow-on Prospectus*”, in sostituzione del cd. “Prospetto Semplificato”. Sui lavori parlamentari si veda Listing Act, Briefing, EU Legislation in Progress, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS\\_BRI\(2023\)747111\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf).

<sup>12</sup> Secondo l'art. 8 del Regolamento Prospetto, per i titoli diversi dai titoli di capitale, prevede che il prospetto può consistere, a scelta dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, in un prospetto di base contenente le informazioni necessarie concernenti l'emittente e i titoli offerti al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

<sup>13</sup> Sul punto si veda l'interessante contributo di ALVARO, LENER, LUCANTONI; in collaborazione con ADRIANI, CIOTTI, PARZIALE, *The Prospectus Regulation The long and winding road*, Quaderni Giuridici Consob, 22 ottobre 2020, disponibile su <https://www.consob.it/documents/1912911/1916538/qg22.pdf/489086e6-01cc-4667-61aa-06ae81a9e0a4>.

b) Panoramica delle attività aziendali: da illustrare in forma non strettamente tecnica, riportando un commento degli investimenti più rilevanti registrati nel periodo di riferimento al pari della descrizione dei principali contratti e delle operazioni con parti correlate.

Volendo approdare ad una prima conclusione, si può affermare che le differenze, sotto il profilo dei contenuti, un tempo consistentissime tra il prospetto informativo nell'ambito dell'offerta al pubblico e dell'*offering circular* nelle offerte riservate, tendono ad assottigliarsi nel quadro di una più ampia manovra di semplificazione del documento destinato alla pubblicazione.

Ciò nondimeno, neppure è corretto pensare che il collocamento riservato si riduca ad uno spazio di incontro tra domanda ed offerta del tutto deregolamentato, essendo soggetto a regolamentazione a livello europeo in virtù dell'applicazione di regole di condotta, gravanti su emittenti ed intermediari, dettate da direttive come la MiFID II e il Market Abuse Regulation, che tracciano il perimetro delle attività di collocamento riservato, imponendo requisiti specifici alle banche d'investimento e agli emittenti. Inoltre, l'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati fornisce orientamenti e supervisione per assicurare il rispetto delle norme e la corretta conduzione delle operazioni di collocamento riservato in conformità con gli standard europei.

4. Per quanto qui maggiormente interessa, è sufficiente sottolineare come il collocamento riservato, anche avente oggetto titoli negoziati in periodo di *grey market*, nell'ambito di contrattazioni *over the counter*,<sup>15</sup> non precluda, di per sé stesso, la successiva vendita degli stessi strumenti finanziari, da parte degli investitori istituzionali che li hanno acquistati, alla clientela privata che ne faccia richiesta; potendo gli intermediari autorizzati sempre trattare la propria posizione sui titoli con

---

<sup>15</sup> Sulla nozione di contrattazione O.T.C., diffusamente, SEPE, *La contrattazione over the counter*, su questa Rivista, n. 1, 2011.

i clienti.

Il discorso è risultato, infatti, da sempre più articolato, all'atto di dover stabilire se i “*professional investors*” cui l'offerta era riservata, successivamente alla negoziazione dei titoli sul mercato primario, avessero o meno posto in essere un'attività “distributiva” tale da integrare una violazione della normativa relativa alla sollecitazione all'investimento (con particolare riguardo alla mancata redazione del prospetto di sollecitazione) o se, al contrario, si fossero limitati ad eseguire operazioni di negoziazione in contropartita diretta dietro apposito ordine della clientela.

Si tratta certamente di un caso di normazione “di reazione” a vaste problematiche insorte nel primo decennio del nuovo millennio.

Certamente, in tempi non recenti, il disastro finanziario del gruppo Cirio, nonché le vicende legate al collocamento degli *Eurobonds* emessi dallo stato argentino hanno anche avuto, tra gli altri, l'effetto di portare all'attenzione dei giudici un profilo problematico legato al *grey market* quale la legittimità della vendita, a semplici risparmiatori, avvenuta sul mercato secondario, di prodotti finanziari primariamente destinati, mediante la tecnica del *private placement*, e dunque in regime di esenzione dalla disciplina di garanzia prevista per l'offerta al pubblico, ai soli investitori istituzionali.<sup>16</sup>

Va premesso che il nostro ordinamento consenta la vendita di cose future (art. 1348 c.c.) la quale, pur non comportando il passaggio della proprietà della cosa al compratore per effetto della semplice manifestazione del consenso, configura un contratto definitivo di per se stesso idoneo e sufficiente a produrre l'effetto traslativo

---

<sup>16</sup> Peraltro, e sotto altro aspetto, i legami tra collocatori ed investitori istituzionali riconducibili alla volontà dei primi di rafforzare il loro *placing power* sono esaminati dalla letteratura come un rilevante fenomeno di conflitto di interessi. Sul fenomeno dell'*underpricing* e le sue spiegazioni, cfr. COFFEE, SELIGMAN, SALE, cit., p. 76 e ss.; LJUNGQVIST, *IPO Underpricing*, in *Handbook in Finance: Empirical Corporate Finance*, 2004; FABRIZIO, L' “*underpricing*” degli IPO italiani: il ruolo degli “*underwriters*”, dei prospetti informativi e degli analisti, in *Banca, impr.*, soc., n. 3, 1999, p. 369 e ss.; GUALTIERI, cit., p. 298 e ss. (e, in particolare sull'asimmetria informativa a favore dell'intermediario collocatore rispetto all'emittente, p. 299 e p. 303).

della proprietà al momento in cui la cosa verrà ad esistenza, secondo lo schema tipico della condizione sospensiva: Il discorso si complica per quanto attiene al “ricalcolamento”, da parte dell’intermediario presso l’investitore non qualificato, di titoli ancora da emettere, con il passaggio dei relativi rischi senza, nella maggior parte dei casi, l’apportamento di adeguate tutele per la parte più debole del rapporto. Come è stato accennato, nella prassi, specie internazionale, gli strumenti finanziari negoziati in periodo di *grey market*, sfruttano un canale più rapido e meno oneroso, attraverso il quale gli emittenti si rivolgono al mercato: si tratta del c.d. *private placement* (o “collocamento privato”) attraverso il quale gli emittenti, sia privati sia pubblici (*bond* di Comuni, Province, Regioni e di altri enti pubblici) offrono gli strumenti finanziari, a destinatari istituzionali (fondi comuni, banche e intermediari finanziari italiani ed esteri, fondi pensione, società fiduciarie ecc.). Gli scambi in periodo di *grey market* possono riguardare, tuttavia, non solo le assunzioni a fermo da parte dei *managers*, ma pure le negoziazioni tra questi e gli intermediari che a loro volta negoziano con la clientela *retail*, sollevando, di fatto, il *lead manager* e gli altri intermediari, da qualsiasi rischio di posizione.

Con riferimento al profilo della responsabilità degli intermediari per violazione delle regole di condotta, occorre dire che, pur affermando la liceità *ex se* delle negoziazioni effettuate durante il periodo di *grey market*, i giudici hanno spesso ritenuto essere, gli istituti di credito, responsabili nei confronti degli investitori privati, per non avere agito con la specifica diligenza richiesta dall’art. 21 T.U.F.

D’altro canto l’ordinamento non richiede che ogni operazione possa o debba svolgersi con modalità sollecitatorie ma, allo scopo di tutelare la parte contrattualmente più debole del rapporto che viene ad instaurarsi tra intermediario e cliente, esige, in ogni caso, che il servizio di investimento (negoziazione, raccolta ordini o altro) si svolga nel rispetto di regole predefinite e comunque nell’interesse del privato investitore, in ossequio alla regola generale di comportamento sancita dall’art. 21, 1° co., lett. d), T.U.F., dall’altro non avesse impedito il compimento di

operazioni giudicate, ex ante, inadeguate rispetto al profilo degli investitori (c.d. *suitability Rule*).

D'altronde la giurisprudenza più recente ha chiarito come questi obblighi si caratterizzino per la loro natura elastica, ma non per questo meno vincolante.<sup>17</sup>

Particolarmente significativa, per il tema in trattazione, la Sentenza della Suprema Corte di Cassazione (n. 8992 del 31/03/2021), con la quale gli Ermellini sono tornati a pronunciarsi sul contenuto degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario, proprio nell'ambito di negoziazioni in periodo di *grey market*, nel corso delle quali l'intermediario è tenuto, a prescindere da quanto si dirà appresso in relazione all'esistenza o meno di un'attività sollecitatoria, ad offrire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, partendo proprio dalla particolare fase in cui è intervenuta la negoziazione; un'informazione tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto non solo in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, ma in relazione alle caratteristiche del prodotto verso cui si indirizza l'investimento.<sup>18</sup>

In breve, gli obblighi d'informazione posti a carico dell'intermediario impongono la comunicazione di tutte le notizie conoscibili in base alla necessaria

---

<sup>17</sup> Come evidenziato dalla Suprema Corte di Cassazione, Sez. II, sentenza n. 6193 del 5 marzo 2021, "la norma primaria non risulta priva di criteri indicativi della condotta doverosa, giacché gli obblighi posti a carico dei soggetti abilitati alle attività di investimento, pur atteggiandosi in modo elastico, sono chiaramente individuabili, in un contesto caratterizzato dalla esigenza di massima tutela del risparmiatore"

<sup>18</sup> Le numerose domande giudiziali promosse dai risparmiatori sono state tese ad "aggredire" le negoziazioni aventi ad oggetto i titoli in periodo di *grey market* sotto diversi profili:

- nullità per la mancata consegna agli attori del "prospetto informativo", violazione della procedura di appello al pubblico risparmio ex art. 100, 1° co., lett. a), t.u.f.;
- risarcimento del danno derivante da responsabilità dell'intermediario (a titolo contrattuale o pre-contrattuale) per l'omessa comunicazione sulla natura e sui rischi delle operazioni d'investimento, oppure per la mancata, preventiva, acquisizione dal sottoscrittore delle informazioni in merito alla sua esperienza in materia di investimenti, obiettivi e propensione al rischio ovvero per l'errata valutazione circa l'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo dell'investitore (*suitability Rule*);
- risarcimento del danno per responsabilità dell'intermediario derivante dall'omessa comunicazione della situazione di conflitto di interessi relativamente al collocamento dei titoli.

Tra le tante pronunce si segnalano Cassazione civile sez. I, 31 marzo 2021, n.8992, Corte di Cassazione, sez. I Civile, sentenza 15 giugno 2018 n. 15770, Cassazione Civile, Sez. I, 20 marzo 2018, n. 6920 – Pres. Tirelli, Rel. Dolmetta, Trib. Modena, 10 gennaio 2008.

diligenza professionale e l'indicazione, in modo puntuale, di tutte le specifiche ragioni idonee a rendere un'operazione inadeguata rispetto al profilo di rischio dell'investitore, in quanto tali informazioni costituiscono reali fattori per decidere, in modo effettivamente consapevole, se investire o meno.<sup>19</sup>

Il testo originario dell'art. 100 bis T.U.F., così come introdotto dalla l. n. 262/2005 c.d. «legge sul risparmio», configurava un ampliamento del contenuto degli obblighi posti a carico degli intermediari, consistente nella prestazione di un'ulteriore garanzia, quale quella della solvenza dell'emittente, per la durata di un anno dalla emissione dei titoli. La garanzia in parola, dalla cui prestazione la banca poteva essere in ogni caso sollevata attraverso la consegna al cliente di un documento informativo redatto secondo lo schema dettato dalla Consob

La norma, pensata più che per “sanzionare”, per inibire condotte danneggianti da parte degli intermediari, avrebbe dovuto costituire innovazione di non poco momento per la tematica di cui si tratta, in quanto i titoli negoziati in fase di *grey market* hanno sempre raggiunto il pubblico degli investitori “privati” attraverso operazioni di *private placement*, condotte in esenzione dalla disciplina dell’offerta al pubblico, esattamente come previsto dall’art. 100, 1° co., lett. *a*), T.U.F.

Invero il testo originario dell'art.100 bis T.U.F., così come introdotto dalla Legge sul risparmio, configurava, nel caso di successiva rivendita di titoli acquistati dall'investitore istituzionale “in esenzione” dalla disciplina a tutela dell'investitore, un ampliamento del contenuto degli obblighi posti a carico degli intermediari, consistente nella prestazione di un'ulteriore garanzia, quale quella della solvenza dell'emittente, per la durata di un anno dalla emissione dei titoli.

Tuttavia, in questa sede, giova unicamente osservare come la predisposizione di un meccanismo di garanzia che esaurisse i suoi effetti entro un arco temporale

---

<sup>19</sup> Sull'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni v. approfonditamente RULLI, *Diritto del Mercato Finanziario (Saggi)*, a cura di LENER, Utet Giuridica, 2011, Cap. VIII°, p. 185 e ss., mentre sul complesso tema del nesso di causalità nel danno da informazione cfr. *ex multis*, COSTI e ENRIQUES, cit., p. 175.

limitato avrebbe risposto, evidentemente, alla precisa necessità di individuare con certezza un nesso eziologico tra la prestazione del servizio e l'eventuale danno patrimoniale arrecato, anche sotto l'aspetto della “ragionevole” prevedibilità del pregiudizio.

D'altro lato, la responsabilità per la solvenza dell'emittente, quale forma di responsabilità civile in capo agli intermediari nei confronti degli acquirenti, non facendo venir meno l'obbligo di osservare le regole di condotta, concorreva con la responsabilità per l'inoservanza dei criteri generali di comportamento.

In ogni caso la norma così come introdotta nel T.U.F. non ha trovato mai applicazione, necessitando, come previsto dalla stessa legge n.262 del 2005, di un successivo raccordo con le restanti disposizioni del T.U.F.

Il testo del citato art.100 bis del T.U.F. è stato -poi- totalmente riscritto dal decreto legislativo n° 303 del 2006, correttivo della legge sul risparmio ed è rimasto sostanzialmente immutato (a parte alcune eccezioni terminologiche) dopo le modifiche per il recepimento delle Direttive MiFID I e II.

Il 2° comma della disposizione, prevede la configurazione di una vera e propria ipotesi di offerta al pubblico, con annesso obbligo di prospetto a carico degli intermediari,<sup>20</sup> “anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto, in Italia o all'estero, di un collocamento riservato ad investitori professionali siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori professionali”.

## 5. Con le modifiche apportate allo scopo di adeguare l'Ordinamento interno

---

<sup>20</sup> Sul punto VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Leggi civ. comm.*, 2008, p. 43 e ss.; ID., *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis TUF: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 55 e ss.; ID., *La tutela dell'investitore retail nel nuovo art. 100 bis TUF*, in *Studium iuris*, 2007, p. 779 e ss.; BOCHICCHIO, *La nuova norma sui titoli in «selling restriction»: effettività e limiti*, in *Contratto e Impresa*, 2008, p. 528 e ss.; SANGIOVANNI, *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100 bis Tuf*, in *Società*, 2006, p. 1355 e ss.

alla disciplina recata dal Regolamento Prospetto (ci si riferisce – in particolare – al D.Lgs 2 febbraio 2021, n. 17) l'art. 100 del T.U.F. stato integralmente riformulato in quanto la disciplina delle esenzioni per le offerte di titoli è contenuta nello stesso Regolamento. Per maggiore chiarezza è stato inserito il nuovo comma 1 al fine di sancire l'inapplicabilità della disciplina nazionale alle offerte escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento.

Per le offerte di titoli, posto che i casi di esenzione sono ormai disciplinati dal Regolamento Prospetto, è stata prevista al comma 2 solamente la disposizione riguardante l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per le emissioni di titoli il cui controvalore sia inferiore alla soglia individuata dalla Consob con proprio regolamento (€ 8.000.000).

Tale disposizione riprende quanto precedentemente disciplinato dalla lettera c) del comma 1 con la differenza che, conformemente a quanto disposto dal Regolamento, l'esenzione riguarda il solo obbligo di pubblicazione del prospetto e non la disapplicazione *in toto* della disciplina dell'offerta al pubblico.

Diversamente da quanto previsto per il regime delle esenzioni, l'art. 100 bis del T.U.F. ha mantenuto la propria struttura, rimanendo stabilito che la “successiva rivendita” alla clientela *retail* di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di una sollecitazione esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto in quanto riservata ad investitori istituzionali, costituisce una offerta al pubblico a sè stante in presenza delle condizioni costitutive della fattispecie sollecitatoria (da qui il richiamo alla sistematicità).

In altre parole, qualora i prodotti finanziari, previamente collocati presso un investitore istituzionale, siano rivenduti alla clientela *retail*, nei dodici mesi successivi, dallo stesso investitore che li ha acquistati in via riservata o da altri investitori qualificati che nel frattempo hanno provveduto all'acquisto dal primo Istituto, si configurerebbe una vera e propria ipotesi di offerta al pubblico, con conseguente obbligo, a carico del *professional investor* che collochi sistematicamente

i titoli presso il pubblico, di seguire pedissequamente la procedura stabilita per operazioni di natura sollecitatoria .

Pertanto la mancanza di prospetto nell'ipotesi di cui al secondo comma, è da considerarsi causa di nullità relativa del contratto: può essere fatta valere, quindi, solo dall'acquirente dei prodotti, anche successivamente ai dodici mesi dall'iniziale collocamento privato e, pertanto, per tutta la vita residua del prodotto finanziario in questione.

La sanzione di nullità, introdotta dal terzo comma, potrà essere pronunciata solo qualora l'intermediario non dimostri che la rivendita sistematica si sia realizzata non per effetto di una sollecitazione da esso posta in essere nei confronti della clientela *retail*, bensì in conseguenza dalle sole e numerose richieste che tali clienti hanno spontaneamente rivolto all'intermediario, senza essere stati previamente sollecitati dal medesimo.

Si rileva, da ultimo, che la sanzione civilistica della nullità si applica alle sole operazioni di rivendita sistematica svolte senza un prospetto informativo e non anche a quelle di semplice rivendita di cui al comma 1° dell'art. 100-bis, né tanto meno ai casi di sollecitazione abusiva effettuata direttamente dall'emittente.

I soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita rispondono, inoltre, del danno eventualmente arrecato, facilitando in tal modo l'individuazione del soggetto sul quale far cadere la responsabilità.

Non viene specificato, dalla norma in commento, se per tale danno debba intendersi il default del titolo, ovvero la conseguenza di una scelta inconsapevole da parte dell'investitore, con annessa facoltà ed onere di prova contraria, da parte dell'intermediario (ex art. 23, 5° comma, del D. Lgs. n. 58/98), del nesso causale fra la carenza di prospetto e il pregiudizio conseguente all'inadempimento.

L'ultimo capoverso del comma 3, del nuovo art. 100-bis, lascia fermo il richiamo alla disposizione di cui all'art. 2412, comma 2 c.c., relativa alla rivendita di titoli di debito: l'investitore retail al quale siano stati rivenduti titoli di debito emessi

ai sensi del comma 2 dell'art. 2412 c.c. potrà, pertanto, e a propria discrezione, agire ai sensi dell'art. 100-bis, facendo valere la nullità del contratto nonché, eventualmente, domandare il risarcimento del danno, oppure, in alternativa, far valere il comma 2 dell'art. 2412 c.c., in forza del quale l'investitore istituzionale che ha rivenduto i titoli, risponde della solvenza dell'emittente senza limiti temporali. Appare pacifico che le due forme di tutela non siano cumulabili.

L'equiparazione presuntiva, del secondo comma dell'art. 100-bis, tra rivendita sistematica e sollecitazione all'investimento (*rectius* offerta al pubblico) tuttavia non opera nel caso di rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), con rating *investment grade* (cioè, strumenti finanziari a basso rischio) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento (rating).

La ragione di tale esclusione si rinviene nella natura medesima degli strumenti finanziari oggetto d'offerta, evidentemente caratterizzati da un basso grado di rischio.

Ovviamente rimangono fuori dall'ambito di applicazione dell'art. 100-bis le successive circolazioni ai clienti *retail* dei titoli esentati ex art 100 T.U.F., trovandosi dinanzi a prodotti finanziari che quand'anche fossero oggetto di un'offerta al pubblico, estesa agli investitori non professionali, sarebbero comunque esonerati, oggettivamente (in quanto non considerate dimensionalmente rilevanti), dal preventivo prospetto.

Riguardo la norma in commento, è sempre ravvisabile un profilo di criticità all'atto di dover distinguere la successiva (e rilevante) rivendita "sistematica", dal semplice negozio di compravendita di titoli tra Banca e cliente che possa invece essere considerato "isolato" (e per ciò stesso totalmente estraneo alla disciplina dettata dall'art.100 bis).

Data l'elasticità della nozione, resta necessario interpretare la norma in modo da conciliare l'esigenza primaria di tutela degli investitori, con l'interesse generale

alla speditezza delle negoziazioni; interesse quest'ultimo meritevole di maggior tutela solo nei casi in cui le operazioni di compravendita di strumenti e prodotti finanziari effettivamente intervengano solo tra *“professional investors”*, nell'ambito di un collocamento loro riservato.

**Fabiano De Santis**

*Ricercatore a t.d. - diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi “Niccolò Cusano”*

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**CORTE DI CASSAZIONE**  
**SENTENZA 13 MAGGIO 2025, N. 12838**

(Omissis)

**MOTIVI DELLA DECISIONE**

1. Dalla richiesta di rinvio pregiudiziale formulata ex art. 363 bis cod. proc. civ. dalla Corte di appello di Firenze si evince che la causa sottoposta al suo esame traeva origine dalla proposizione (...) di una domanda di accertamento della nullità del contratto di apertura di linea di credito con carta cd. revolving concluso, per il tramite del venditore (...), con la (...) (all'epoca, ...) per violazione delle norme sul collocamento e distribuzione dei prodotti finanziari, in particolare degli artt. 3 d.lgs. 374 del 1999 e 2 d.m. 13 dicembre 2001, n. 485, in base ai quali la promozione e la raccolta di proposte contrattuali relative alla apertura di una linea di credito, utilizzabile anche mediante carta di credito di tipo revolving a tempo indeterminato, in quanto costituente esercizio professionale nei confronti del pubblico dell' agenzia in attivita finanziaria, era riservato ai soggetti iscritti in un elenco istituito presso l'U.I.C., tra cui non figurava il venditore.
2. La Corte di appello ha reso noto che il Tribunale adito aveva accolto la domanda attorea e dichiarato la nullità del contratto dedotto in giudizio e l'obbligo dell'attrice di restituire esclusivamente le somme ricevute a titolo di capitale, maggiorate del solo tasso legale.
3. Ha, quindi, riferito che la (...) aveva interposto appello avverso tale decisione evidenziando che al momento della sottoscrizione del contratto i venditori convenzionati potevano distribuire carte di credito, essendo il relativo divieto stato introdotto solo successivamente, con l'entrata in vigore del d. lgs. N. 141 del 2010 e che, in ogni caso, la contestata violazione del d.lgs. 374 del 1999 non costituisce causa di nullità.

4. La Corte di appello, dopo aver dato atto della esistenza presso la giurisprudenza di merito di due orientamenti contrastanti sulla materia in questione, ha pronunciato ordinanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di Cassazione ex art. 363 bis cod. proc. civ. sottponendole la seguente questione di diritto: «se nella vigenza del D. Lgs. n. 374/1999 e del D.M. 13.12.2001 n. 485, anteriormente all'entrata in vigore del D. Lgs. 13 agosto 2010 n. 141, era o meno consentita l'apertura di una linea di credito utilizzabile mediante carta di credito di tipo revolving a tempo indeterminato a seguito di contratto promosso e sottoscritto presso un fornitore di beni e servizi convenzionato con intermediario finanziario ma non iscritto nell'elenco istituito presso l'UIC ex art. 3 D. Lgs. 374/1999 e se, in ipotesi, un tale contratto, pur in difetto di espressa previsione, debba ritenersi nullo ex art. 1418 comma primo c.c.».

5. L'ordinanza ha superato il vaglio preliminare previsto dall'art. 363-bis, terzo comma, cod. proc. civ., avendo la Prima Presidente ammesso il rinvio pregiudiziale con decreto del 11 settembre 2024, nel quale ha ritenuto ricorrenti le condizioni oggettive richieste dall'art. 363-bis, primo comma, cod. proc. civ. condividendo la valutazione della Corte territoriale in ordine alla denunciata gravità interpretativa delle questioni di diritto prospettate, sottolineando che «la difficoltà di ricostruzione del quadro normativo e il contrasto riscontrabile anche in ordine alla ratio delle normative che si sono succedute ... inducono a escludere che, allo stato, il quesito oggetto del rinvio abbia natura esplorativa» e aggiungendo che «l'incidenza attuale potenziale delle controversie aventi questo oggetto riguardanti, quali fruitori delle carte revolving, soggetti privati qualificabili, nella stragrande maggioranza dei casi, come consumatori, completano la positiva valutazione di ammissibilità».

6. Orbene, giova preliminarmente rammentarsi che la carta di credito costituisce uno strumento di pagamento che consente al suo titolare di assumere un debito nei confronti dell'intermediario che dovrà essere saldato in un momento successivo e, dunque, diversamente da quanto avviene con la carta di debito, il titolare della carta di credito può usare quest'ultima anche se non dispone immediatamente delle

risorse per effettuare un pagamento o un prelievo.

7. Il tratto distintivo della carta di credito cd. revolving risiede nella facoltà riservata al titolare effettuare spese, nei limiti del fido accordato, e di restituire il relativo importo, anche ratealmente, con l'addebito di interessi. Ciò a differenza della carta di credito cd. charge in cui l'utilizzatore è tenuto al pagamento le spese effettuate con la carta (in un determinato periodo) in un'unica soluzione, con addebito mensile e senza pagamento di alcun interesse.

8. Più nel dettaglio il titolare della carta di credito cd. revolving, alla scadenza del periodo di riferimento, potrà corrispondere quanto utilizzato, ricostituendo interamente il fido, ovvero restituire una percentuale inferiore, ricostituendo, dunque, parzialmente la disponibilità concessagli dall'emittente; nel caso in cui il titolare non comunichi alcunché all'emittente, sarà comunque tenuto a restituire quantomeno una somma di importo esiguo stabilita contrattualmente e sovente espressa in forma percentuale (c.d. rata minima). In queste ultime due ipotesi, dunque, il titolare, oltre al differimento proprio di tutte le carte di credito, potrà beneficiare di un'aggiuntiva dilazione di pagamento delle somme effettivamente utilizzate, in relazione alla quale sarà tenuto al pagamento di interessi.

9. Con riferimento all'attività di promozione e rilascio di una siffatta tipologia di carta di credito l'art. 3 d.lgs. n. 374 del 1999, applicabile al caso in esame ratione temporis, dispone che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'agenzia in attività finanziaria è riservato ai soggetti iscritti in un elenco istituito presso l'U.I.C. (primo comma), rinviando a un regolamento del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, adottato sentito l'U.I.C., la indicazione del contenuto dell'attività indicata al comma 1, l'individuazione delle condizioni di compatibilità con lo svolgimento di altre attività professionali, la previsione delle circostanze in cui ricorre l'esercizio nei confronti del pubblico e la disciplina dell'esercizio nel territorio della Repubblica da parte di soggetti aventi sede legale all'estero (secondo comma).

10. L'attività finanziaria presa in esame dalla norma è indicata, in virtù dell'espresso

richiamo operato all'art. 1, primo comma, lett. n) del medesimo decreto legislativo, in quella di cui all'art. 106 t.u.b., ossia – secondo la formulazione della disposizione all'epoca vigente, precedente alle modifiche operate con il d.lgs. n. 141 del 2010 – nell'assunzione nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi.

11. Il regolamento attuativo, emanato con d.m. Ministero dell'Economia e delle finanze 13 dicembre 2001, n. 485 («Regolamento emanato ai sensi dell'articolo 3 del decreto legislativo 25 settembre 1999, n. 374, in materia di agenzia in attività finanziaria»), prevede, all'art. 3, che «1. Ai fini del decreto legislativo [n. 374 del 1999] e del presente regolamento, esercita nei confronti del pubblico l'attività di agente in attività finanziaria chi viene stabilmente incaricato da uno o più intermediari finanziari di promuovere e concludere contratti riconducibili all'esercizio delle attività finanziarie previste dall'articolo 106, comma 1, del testo unico bancario, senza disporre di autonomia nella fissazione dei prezzi e delle altre condizioni contrattuali.

2. Ai fini del presente regolamento, non integra esercizio di agenzia in attività finanziaria: a) la distribuzione di carte di pagamento; b) la promozione e la conclusione, da parte di fornitori di beni e servizi, di contratti compresi nell'esercizio delle attività finanziarie previste dall'articolo 106, comma 1, del testo unico bancario unicamente per l'acquisto di propri beni e servizi sulla base di apposite convenzioni stipulate con intermediari finanziari».

12. Può aggiungersi che l'art. 3 d.lgs. 374 del 1999 è stato abrogato dall'art. 28, primo comma, lett. a), d.lgs. n. 141 del 2010, il quale, peraltro, al secondo comma, ha disposto che «ogni riferimento (...) all'elenco degli agenti previsto dall'articolo 3 del decreto legislativo 25 settembre 1999, n. 374, si intende effettuato ai corrispondenti elenchi previsti dagli articoli 128-quater e 128-sexies del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385». Il richiamato art. 128-quater stabilisce che è «agente in attività finanziaria il soggetto che promuove e conclude contratti relativi alla

concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma o alla prestazione di servizi di pagamento, su mandato diretto di intermediari finanziari previsti dal titolo V, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, banche o Poste Italiane. Gli agenti in attività finanziaria possono svolgere esclusivamente l'attività indicata nel presente comma, nonché attività connesse o strumentali»; prevede, poi, che «l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di agente in attività finanziaria è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall'Organismo previsto dall'articolo 128-undecies». L'art. 128-sexies dispone, infine, che «è mediatore creditizio il soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal titolo V con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma» (primo comma) e che «l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di mediatore creditizio è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall'Organismo previsto dall'articolo 128- undecies».

13. Secondo un primo orientamento la promozione ed il rilascio di carta di credito revolving a tempo indeterminato, nel vigore del d.lgs. n. 374 del 1999, non sono consentiti ai fornitori di beni e servizi non iscritti nell'apposito elenco e la violazione delle disposizioni imperative determina nullità ex art. 1418, primo comma, cod. civ. Si sostiene, in proposito, che dal combinato disposto della normativa primaria e secondaria si ricava l'esistenza di una riserva di attività di agenzia in attività finanziaria a soggetti iscritti in apposito registro e dal cui ambito sono escluse soltanto le carte di pagamento. Da ciò si fa conseguire che ove l'attività finanziaria risulti realizzata da parte di soggetto (il venditore) sprovvisto della apposita iscrizione nell'albo, il contratto di apertura di credito sarebbe nullo in ragione della rilevanza pubblicistica dei requisiti soggettivi richiesti a tutela del mercato bancario e finanziario, nonché della loro incidenza sulla struttura della fattispecie negoziale.

14. Secondo altro orientamento i contratti relativi alla concessione di credito tramite carte revolving promossi e conclusi secondo le modalità indicate non sarebbero nulli,

sia perché il d.lgs. n. 374 del 1999 non è diretto ad introdurre una specifica tutela in favore del cliente, ma a prevenire l'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite, sia perché si tratterebbe di attività riconducibile alla «distribuzione di carte di pagamento», in quanto tale non richiedente l'iscrizione nell'albo istituito presso l'UIC se non a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 141 del 2010 che ha modificato sul punto la disciplina escludendo espressamente la distribuzione di carte di pagamento dalle attività oggetto della deroga di cui all'art. 3, secondo comma, d.m. n. 485 del 2001.

15. Con riferimento alla prime delle due questioni oggetto del rinvio pregiudiziale, questo Collegio ritiene che il primo dei due orientamenti meriti condivisione.

16. Infatti, la richiamata normativa riserva l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'agenzia in attività finanziaria – per tale dovendosi intendere anche quella consistente nella promozione e conclusione di contratti di finanziamento – ai soggetti iscritti nell'elenco istituito presso l'U.I.C. La deroga ivi prevista all'obbligo di iscrizione in tale albo è circoscritta alla promozione e conclusione, da parte di fornitori di beni e servizi, di contratti di finanziamento unicamente per l'acquisto di propri beni e servizi sulla base di apposite convenzioni stipulate con intermediari finanziari (cd. credito finalizzato).

17. Da ciò consegue che l'attività di promozione e conclusione di contratti di credito cd. revolving, in quanto estranea alla fattispecie del credito finalizzato, non rientra nella richiamata deroga e non può pertanto essere esercitata da qualsiasi fornitore di beni e servizi, ma solo da quelli che sono iscritti nell'albo istituito presso l'U.I.C. e, in quanto tali, abilitati allo svolgimento di una siffatta attività di agenzia.

18. In tale senso si è espressa, condivisibilmente, la Banca d'Italia con la comunicazione del 20 aprile 2010 rivolta agli intermediari bancari e finanziari operanti nel comparto del credito revolving attraverso l'emissione di carte di credito e sollecitante una scrupolosa osservanza delle disposizioni in esame (cfr., sulla idoneità della cd. interpretazione amministrativa a influire sul diritto vivente, così

contribuendo a determinarlo, Cass. 25 maggio 2015, n. 20739).

19. Analoga interpretazione è fatta propria da una cospicua giurisprudenza di merito e dell'Arbitro Bancario Finanziario, esemplificamene indicata nell'ordinanza di rinvio pregiudiziale.

20. Il secondo degli orientamenti riportati, espresso da altra giurisprudenza di merito e sostenuto dalla appellante (...), nel ritenere che l'attività dal rivenditore di concessione, nell'interesse dell'intermediario finanziario, di una carta di credito cd. revolving, contestualmente alla stipula di un contratto di compravendita di beni o servizi, rientri nelle ipotesi derogatoria prevista dall'art. 2 del menzionato regolamento attuativo, poggia sull'assunto che la carta di credito revolving costituisca una carta di pagamento, ai sensi del secondo comma, lett. a), di tale norma.

21. Un siffatto assunto non è corretto in quanto, per le ragioni illustrate in precedenza, la carta di credito revolving non è assimilabile alla carta di pagamento, differenziandosi da quest'ultima per la funzione di finanziamento che le è propria e che conforma la relativa disciplina negoziale.

22. Non smentisce tale conclusione la delibera della Banca d'Italia del n. 107/2023, avente a oggetto «Il credito cd. "revolving". Orientamenti di Vigilanza di tutela», pubblicata il 19 aprile 2023, richiamata dalla Findomestic Banca s.p.a. nella sua memoria, non ravvisandosi in tale documento elementi che negano le precipue caratteristiche delle carte di credito cd. revolving, così come individuate e, in particolare, la sua funzione di finanziamento.

23. È vero che, come nota la società, in alcuni casi il legislatore attribuisce espressamente al termine «carte di pagamento» un significato più ampio, tale da includere al suo interno anche le carte di credito; tuttavia, in quei casi la scelta legislativa è dettata dalla necessità di utilizzare un termine più omnicomprensivo e generale, in relazione alle esigenze perseguiti di assoggettare a unica disciplina tutte le diverse tipologie di mezzi di pagamento.

24. Può aggiungersi che il controverso secondo comma dell'art. 3 del regolamento attuativo n. 485 del 2001 nell'indicare le attività che non costituiscono agenzia in attività finanziaria introduce una deroga rispetto alla norma generale e, dando luogo a una previsione eccezionale, è da ritenersi di stretta interpretazione, ai sensi dell'art. 14 delle preleggi.

25. Si sostiene, poi, che solo con l'approvazione del d.lgs. n. 141 del 2010 il legislatore avrebbe esteso lo spettro della riserva di attività esercitabili dai soggetti iscritti nell'albo istituito presso l'U.I.C. anche alla distribuzione e al collocamento delle carte di credito revolving, escludendo espressamente la distribuzione di carte di credito dalle attività oggetto di deroga, e tale intervento legislativo sarebbe espressivo della volontà di innovare l'ordinamento giuridico sul punto, in applicazione del brocardo *ubi voluit dixit, ubi noluit tacuit*.

26. In proposito, si osserva che, secondo consolidato, autorevole e condiviso principio di questa Corte ove l'interpretazione letterale sia sufficiente ad individuare, in modo chiaro ed univoco, il significato e la portata precettiva di una norma di legge o regolamentare, l'interprete non deve ricorrere al criterio ermeneutico sussidiario della *mens legis*, il quale solo nel caso in cui, nonostante l'impiego del criterio letterale e del criterio teleologico singolarmente considerati, la lettera della norma rimanga ambigua, acquista un ruolo paritetico e comprimario rispetto al criterio letterale, mentre può assumere rilievo prevalente nell'ipotesi, eccezionale, in cui l'effetto giuridico risultante dalla formulazione della disposizione sia incompatibile con il sistema normativo (cfr., *ex pluribus*, Cass., Sez. Un., 25 luglio 2022, n. 23051; Cass., Sez. Un., 23 aprile 2020, n. 8091; Cass. 4 ottobre 2018, n. 24165).

27. È proprio in applicazione di questo principio che va ribadita l'interpretazione fornita delle disposizioni in esame e in particolare dell'art. 3, secondo comma, d.m. 13 dicembre 2001, n. 485, desunta principalmente dal loro tenore letterale, e va escluso che una siffatta interpretazione conduca ad effetti distorsivi del sistema ed incompatibili con la disciplina generale (per il periodo antecedente alla modifica del

2010) della attività di agenzia nelle attività finanziarie.

28. Ritenuto che nella vigenza del d.lgs. n. 374 del 1999 e del d.m. 13 dicembre 2001, n. 485, non era consentita l'apertura di una linea di credito utilizzabile mediante carta di credito cd. revolving a tempo indeterminato a seguito di contratto promosso e sottoscritto presso un fornitore di beni e servizi convenzionato con intermediario finanziario non iscritto nell'elenco istituito presso l'U.I.C., occorre valutare, in risposta al secondo quesito formulato dalla Corte di appello, se la richiamata normativa di settore ha carattere imperativo e, in quanto tale, determina la nullità virtuale del contratto concluso in violazione della stessa.

29. In proposito, si rammenta che l'evoluzione giurisprudenziale ha condotto a individuare le norme imperative la cui violazione determina la nullità del contratto non solo in quelle che si riferiscono alla struttura o al contenuto del regolamento negoziale delineato dalle parti, ma anche in quelle che riguardano elementi estranei al contenuto o alla struttura del negozio. È stato, a tal fine, evidenziato che il contratto concluso in violazione di norme che, in assoluto, oppure in presenza o in difetto di determinate condizioni oggettive o soggettive, direttamente o indirettamente, ne vietano la stipulazione di un contratto non può che considerarsi nullo per violazione di norme imperative (cfr. Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724).

30. Si è osservato che «pur nel polimorfismo che caratterizza la nozione di nullità negoziale, un elemento accomunante nella evoluzione giurisprudenziale si coglie nella tendenza attuale a utilizzare tale nozione – e quella di norma imperativa – come strumento di reazione dell'ordinamento rispetto alle forme di programmazione negoziale lesive di valori giuridici fondamentali», imponendo, conseguentemente, di verificare che la norma violata abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso e individuato e di esaminare la natura dell'interesse che la norma violata intende tutelare e, in particolare, la sua idoneità a costituire un preminente interesse generale della collettività (cfr. Cass., Sez. Un., 15 marzo 2022, n. 8472).

31. Seguendo queste coordinate deve osservarsi che la normativa in esame si inserisce nell'ambito del quadro regolamentare dello svolgimento dell'attività finanziaria ed è espressamente specificamente finalizzata alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite, come chiaramente evincibile dalle premesse al d.lgs. n. 374 del 1999 e dai considerando della Direttiva 91/308/CEE del 10 giugno 1991 di cui costituisce recepimento.

32. Non può, poi, considerarsi estraneo a tale normativa l'obiettivo di tutela, sia pure in via secondario e indiretto, dei consumatori, risultante dalla previsione dell'obbligo di iscrizione dell'intermediario in un albo tenuto da un soggetto pubblico e il conseguentemente assoggettamento ai poteri di vigilanza dell'autorità preposta.

33. Siffatti interessi attingono a valori costituzionali o, comunque, a preminenti interessi generali della collettività, riferendosi sia alla modalità di svolgimento dell'attività finanziaria, in relazione alla individuazione dei soggetti che possono intervenire, quali intermediari, nelle operazioni, sia alla tutela del sistema finanziario da infiltrazioni della criminalità organizzata, sia alla tutela dei singoli consumatori, e, in quanto tali, connotano la disposizione in esame, sufficientemente chiara nel richiedere l'iscrizione all'albo tenuto dall'U.I.C. per lo svolgimento dell'attività di intermediazione nella distribuzione delle carte di credito cd. revolving, del carattere di imperatività ai fini dell'applicazione dell'art. 1418, primo comma, cod. civ. e della causa di nullità ivi prevista.

34. È vero che la violazione di una norma imperativa non dà luogo necessariamente alla nullità del contratto, giacché l'art. 1418, comma 1, c.c., con l'inciso «salvo che la legge disponga diversamente», impone all'interprete di accertare se il legislatore, anche nel caso di inosservanza del preceitto, abbia consentito la validità del negozio predisponendo un meccanismo idoneo a realizzare gli effetti voluti della norma (cfr., in tema, Cass. 6 aprile 2018, n. 8499; Cass. 28 settembre 2016, n. 19196). Ed è altrettanto vero che, valorizzando tale inciso, può escludersi la sussistenza di una causa di nullità virtuale per violazione di norma imperativa in casi in cui la norma

violata non ha immediata valenza civilistica, attendo piuttosto alla regolamentazione amministrativa di una determinata attività, e la sua inosservanza sia assistita da una espressa sanzione amministrativa o penale (cfr., in proposito, Cass. 18 marzo 2024, n. 7243; Cass. 15 gennaio 2020, n. 525).

35. Tuttavia, ove una norma si limiti a comminare una sanzione penale o amministrativa per la violazione del divieto di stipulazione di un contratto, senza nulla disporre in ordine alla validità dello stesso, non può in linea di principio escludersene l'invalidità, ma occorre verificare caso per caso se le norme che prevedono la sanzione siano dirette alla tutela di un interesse pubblico e generale, la natura degli interessi che la norma imperativa intende proteggere e il grado di compromissione di tali interessi per effetto della inosservanza di tale norma imperativa (cfr. Cass. 23 febbraio 2018, n. 4760).

36. Orbene, ritiene questo Collegio che nel caso in esame la disposizione violata ha una immediata valenza civilistica, interessando direttamente il diritto del venditore di agire quale promotore e distributore di carte di credito cd. revolving, è preordinata alla tutela di rilevanti interessi pubblici e generali, attinenti, in particolare, alla sicurezza nazionale e all'ordine pubblico interno, nonché alla tutela dei consumatori, potenzialmente esposti dalla inosservanza della disposizione medesima, e il sistema di controlli riservati all'autorità di settore non appare idoneo a realizzare gli effetti specifici voluti della norma.

37. Una siffatta conclusione – oltre a trovare il conforto del consolidato orientamento dell'Arbitro Bancario Finanziario – si pone in linea di continuità con quanto questa Sezione ha affermato con la menzionata ordinanza n. 4760 del 2018, in cui è stato ritenuto nullo per contrasto con norme imperative di legge, ai sensi dell'art. 1418, primo comma, cod. civ., il contratto di deposito a risparmio concluso con soggetto professionalmente dedito all'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico, ma privo dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria prescritta dall'art. 14 t.u.b., stante (anche) la rilevanza degli interessi pubblici sottesi alla riserva dell'attività

bancaria alle imprese autorizzate, nonché con la sentenza n. 3372 del 7 marzo 2001, in cui è stato ritenuto nullo un contratto di swap stipulato da un intermediario abusivo, atteso l'interesse dell'ordinamento a rimuovere detto contratto per le turbative che la conservazione di esso è destinata a creare nel sistema finanziario generale, in relazione sia alla tutela dei risparmiatori uti singuli, sia a quella del risparmio pubblico come elemento di valore della economia nazionale.

38. Nella memoria depositata in questa sede l'appellante sostiene, richiamando la distinzione tra norma di validità e norme di comportamento delineata dalla menzionata Cass., Sez. Un., n. 26724 del 2007, che nel caso in esame si sarebbe in presenza della violazione di una norma di comportamento e non di validità, per cui la reazione dell'ordinamento non potrebbe mai dare luogo alla nullità del contratto a norma dell'art. 1418, primo comma, cod. civ., ma, semmai alla individuazione di una responsabilità della parte inottemperante

39. Tale argomento non risulta persuasivo essendosi in presenza di non già di norme che impongono specifici comportamenti, ma di norme che introducono specifici requisiti per lo svolgimento dell'attività di intermediazione nel rilascio di carte di credito.

40. La società appellante rileva, altresì, che la ipotizzata causa di nullità interessa non già una delle due parti del contratto di apertura di credito mediante carta di credito cd. revolving, bensì un soggetto terzo – vale a dire il fornitore del bene acquistato attraverso il credito concesso dall'intermediario finanziario – che ha promosso il contratto senza tuttavia concluderlo, né esserne parte, e ritiene che tale circostanza non consenta di poter dichiarare la nullità (virtuale) del contratto.

41. In proposito, è corretta l'affermazione secondo la quale il venditore che promuove la distribuzione della carta di credito cd. revolving, non assume, per ciò stesso, la qualità di parte del contratto di finanziamento. Ritiene, tuttavia, il Collegio che il legislatore, nel vietare lo svolgimento di una siffatta attività ai soggetti non iscritti nell'albo tenuto dall'U.I.C. abbia, sia pure indirettamente, inteso vietare anche

l'avvalimento di tale attività da parte dell'intermediario finanziario e, conseguentemente, la conclusione di un contratto di finanziamento mediante l'utilizzo dell'attività promozionale del venditore non autorizzato.

42. Infatti, le rammentate finalità sottese al divieto imposto dalla norma in esame verrebbero frustrate laddove si consentisse il valido perfezionamento dell'operazione nonostante l'intervento, in funzione promozionale, del venditore a ciò non autorizzato dall'ordinamento, tanto più laddove tale suo intervento sia disciplinato da apposita convenzione con l'intermediario finanziario.

43. D'altra parte, come rilevato in precedenza, la nullità virtuale del contratto per contrarietà a norma imperativa può essere predicata anche laddove la norma imperativa violata riguardi elementi estranei al contenuto o alla struttura del negozio, per cui la circostanza che la norma imperativa riguarda un requisito soggettivo dell'intermediario non assume portata dirimente.

44. Nella sua memoria la società appellante lamenta, da ultimo, la «slealtà» dell'azione avversaria, la violazione dell'obbligo di buona fede e del divieto di venire contra factum proprium, in relazione al fatto che la appellata avrebbe dato esecuzione al contratto dedotto in giudizio per sedici anni, giovandosi della carta revolving e del credito con essa ottenuto, senza mai nulla eccepire, salvo poi dare inopinatamente impulso all'azione di nullità.

45. Tale deduzione non può essere esaminata in questa sede, esulando dall'oggetto del quesito, per cui va rimessa all'esame del giudice di merito.

46. In conclusione, la questione sollevata dall'ordinanza di rimessione va risolta in senso adesivo alle conclusioni della Procura Generale, attraverso l'enunciazione dei principi di diritto riportati nel dispositivo.

47. Sul regolamento delle spese processuali relative alla presente fase provvederà il giudice di merito.

P.Q.M.

La Corte, pronunciando sul rinvio pregiudiziale disposto dalla Corte di appello di

Firenze con ordinanza del 17 luglio 2024, ai sensi dell'art. 363-bis cod. proc. civ., enuncia i seguenti principi di diritto: nella vigenza del d.gs. n. 374 del 1999 e del d.m. 13 dicembre 2001, n. 485, anteriormente all'entrata in vigore del d.lgs. n. 141 del 2010, non è consentita l'apertura di una linea di credito utilizzabile mediante carta di credito di tipo revolving a tempo indeterminato a seguito di contratto promosso e sottoscritto presso un fornitore di beni e servizi convenzionato con l'intermediario finanziario ma non iscritto nell'elenco istituito presso l'U.I.C. ex art. 3 d.lgs. n. 374 del 1999; nella vigenza del d.gs. n. 374 del 1999 e del d.m. 13 dicembre 2001, n. 485, anteriormente all'entrata in vigore del d.lgs. n. 141 del 2010, il contratto di apertura di una linea di credito utilizzabile mediante carta di credito di tipo revolving a tempo indeterminato a seguito di contratto promosso e sottoscritto presso un fornitore di beni e servizi convenzionato con l'intermediario finanziario ma non iscritto nell'elenco istituito presso l'U.I.C. ex art. 3, d.lgs. n. 374 del 1999 è nullo ex art. 1418, primo comma, cod. proc. civ.

Così deciso in Roma, il 14 marzo 2025

Il Consigliere estensore

Il Presidente

## CARTE REVOLVING, RISERVA DI ATTIVITÀ E NULLITÀ DEL CONTRATTO \*

*(Revolving credit cards, reserved activities and contract nullity)*

**ABSTRACT:** *La nota analizza la pronuncia della Corte di Cassazione in tema di nullità dei contratti di credito revolving stipulati presso fornitori non iscritti nell'elenco U.I.C., sottolineando che la soluzione della nullità appare eccessiva e sistematicamente incoerente, per essere paradossalmente sfavorevole al consumatore e comunque sproporzionata rispetto alla finalità della disciplina. Pertanto, è proposta una riflessione sull'evoluzione delle riserve digitali e sulla necessità di calibrare i rimedi in chiave di nullità, in modo da mantenere una coerenza tra lo scopo della riserva, la responsabilità degli intermediari e la tutela effettiva della parte debole, riconducendo il rimedio al suo scopo originario, ovvero quello di proteggere il consumatore senza aggravare la sua posizione economica.*

*The note analyzes the ruling of the Italian Supreme Court (Corte di Cassazione) concerning the nullity of revolving credit agreements concluded with suppliers not registered in the U.I.C. list. It argues that the declaration of nullity is excessive and systematically inconsistent, as it paradoxically disadvantages the consumer and remains disproportionate to the purpose of the relevant legislation. The author therefore calls for a reconsideration of the evolving “digital reserves” framework and for a more calibrated approach to remedies based on nullity, ensuring coherence between the regulatory purpose of market access restrictions, the liability of intermediaries, and the effective protection of the weaker party - restoring the remedy’s original function of safeguarding the consumer without worsening their economic position.*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Un quadro normativo stratificato per un'attività complessa. - 3. Il credito *revolving* come attività in senso oggettivo. - 4. Profili soggettivi e riserve di attività.

1. La vicenda portata all'attenzione della Corte riguarda la promozione e la sottoscrizione, presso un fornitore di beni convenzionato, di una linea di credito utilizzabile mediante carta di credito c.d. *revolving* a tempo indeterminato, conclusa tra una consumatrice e un intermediario finanziario, all'epoca operante tramite la rete commerciale del venditore.

È utile premettere che l'innesto processuale muove dalla domanda con cui la cliente ha chiesto l'accertamento della nullità del contratto per violazione della disciplina sulla distribuzione dei prodotti finanziari, con specifico riferimento all'art. 3 del D.Lgs. 25 settembre 1999, n. 374,<sup>1</sup> e all'art. 3 del D.M. 13 dicembre 2001, n. 485,<sup>2</sup> poiché il punto vendita non risultava iscritto nell'elenco presso l'U.I.C.,<sup>3</sup> istituzione oggi soppressa, previsto per l'esercizio professionale dell'agenzia in attività finanziaria.<sup>4</sup>

Il Tribunale ha accolto la domanda, dichiarando la nullità del rapporto e limitando le restituzioni all'obbligo, in capo all'attrice, di restituire il solo capitale ricevuto, maggiorato del tasso legale. L'intermediario ha proposto appello avverso il provvedimento di primo grado, sostenendo, da un lato, che all'epoca dei fatti la

---

<sup>1</sup> Decreto Legislativo 25 settembre 1999, n. 374, Estensione delle disposizioni in materia di riciclaggio dei capitali di provenienza illecita ed attività finanziarie particolarmente suscettibili di utilizzazione a fini di riciclaggio, a norma dell'articolo 15 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, in Gazzetta Ufficiale del 27 ottobre 1999 n. 253.

<sup>2</sup> Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 13 dicembre 2001, n. 485, Regolamento emanato ai sensi dell'articolo 3 del decreto legislativo 25 settembre 1999, n. 374, in materia di agenzia in attività finanziaria, in Gazzetta Ufficiale del 16 febbraio 2002, n. 40.

<sup>3</sup> Sull'Ufficio Italiano dei Cambi v. CAPRIGLIONE, *U.M.E. e riforme del "sistema banca centrale": l'Ufficio italiano dei cambi tra passato e avvenire*, in *Banca borsa e titoli di credito*, n. 66, 1997, 1, pp. 677-693.

<sup>4</sup> Cfr. Provvedimento dell'Ufficio Italiano dei Cambi 11 luglio 2002, Disciplina dell'elenco degli agenti in attività finanziaria previsto dall'art. 3 del decreto legislativo 25 settembre 1999, n. 374, in Gazzetta Ufficiale del 26 agosto 2002 n. 199 - Suppl. Ordinario n. 175.

distribuzione di carte di credito presso il fornitore fosse consentita e, dall'altro, che l'eventuale violazione di legge in contestazione non integrasse causa di nullità ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c.

Va altresì considerato che la Corte di Appello di Firenze, preso atto del contrasto giurisprudenziale di merito in ordine alla riconducibilità dell'operazione alla deroga regolamentare e, correlativamente, alla natura imperativa delle norme di settore, ha rimesso la questione alla Corte di cassazione ai sensi dell'art. 363-bis c.p.c., sollecitando un chiarimento su due profili: se, nel vigore del D.lgs. n. 374/1999 e del D.M. n. 485/2001, fosse lecito promuovere e concludere presso il fornitore non iscritto una linea di credito *revolving* a tempo indeterminato; e se, in ipotesi di illiceità, il contratto dovesse ritenersi nullo per violazione di norme imperative. Inoltre, è stato ritenuto ammissibile il rinvio in ragione della rilevanza sistematica della questione, atteso l'impatto potenziale su un elevato numero di controversie coinvolgenti consumatori, e della difficoltà interpretativa del quadro normativo previgente rispetto al riassetto introdotto dal D.lgs. 13 agosto 2010, n. 141.<sup>5</sup>

La Suprema Corte ha enunciato principi di diritto che escludono la legittimità dell'operazione quando promossa e conclusa presso un fornitore non iscritto, e affermano la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative. Tale sentenza assume una valenza paradigmatica: da un lato, consolida la distinzione tra distribuzione di mezzi di pagamento e intermediazione in finanziamenti rotativi; dall'altro, piega il rimedio invalidatorio a tutela di interessi generali ritenuti prevalenti, proiettando sul piano civilistico scelte di ordine pubblico economico e di vigilanza. È evidente che tale decisione, pur offrendo una risposta sistematica alla disfunzione del collocamento non autorizzato, pone fin d'ora il problema dei suoi

---

<sup>5</sup> Decreto Legislativo 13 agosto 2010, n. 141, Attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, nonché modifiche del titolo VI del testo unico bancario (decreto legislativo n. 385 del 1993) in merito alla disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi, in Gazzetta Ufficiale del 4 settembre 2010 n. 207 - Suppl. Ordinario n. 212.

effetti per il debitore-consumatore, soprattutto là dove l'applicazione della nullità “secca” si traduca nell'immediata riespansione dell'obbligo restitutorio del capitale,<sup>6</sup> con evidenti ricadute sull'equilibrio del rapporto e sulla coerenza della tutela.

2. È utile anticipare che il quadro normativo preso in considerazione dalla sentenza si snoda lungo una sequenza di fonti che, pur eterogenee per rango e finalità, convergono nel delineare, per un verso, la riserva di attività in materia di promozione e conclusione di contratti di finanziamento al consumo e, per altro verso, la distinzione concettuale tra strumenti di pagamento e operazioni di credito a rimborso rateale. Invero, il primo riferimento è costituito dal D.lgs. 25 settembre 1999, n. 374, il cui art. 3, nel vigore *ratione temporis*, riservava l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell' “agenzia in attività finanziaria” ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto presso l'U.I.C.; ed ancora, la disposizione rinviava a un regolamento ministeriale per definire tanto il contenuto dell'attività quanto le condizioni di compatibilità con altre attività professionali, nonché le circostanze in cui ricorre l'esercizio nei confronti del pubblico. Consegue una prima indicazione secondo cui il legislatore del 1999, nel dare attuazione agli indirizzi europei in materia di integrità del sistema finanziario, ha collocato la fase distributiva dei prodotti di credito dentro un perimetro autorizzatorio e di vigilanza, ancorandone la legittimità al possesso di requisiti soggettivi e alla tracciabilità istituzionale dei soggetti abilitati.

Tuttavia, va considerato che la norma primaria non esauriva la disciplina, poiché l'art. 3 del D.M. 13 dicembre 2001, n. 485, in attuazione del rinvio, chiariva due profili di rilievo: A) qualificava come “agenzia in attività finanziaria” la promozione e conclusione di contratti riconducibili all'esercizio delle attività

---

<sup>6</sup> Sul punto v. LIBERATI BUCCANTI, *La nullità della concessione di credito “revolving” e le restituzioni da contratto nullo*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, n. 3, 2012, pp. 229-237. Cfr., inoltre, ABF - Collegio di Coordinamento, decisione 12 ottobre 2012, n. 3257.

finanziarie (di cui all'allora art. 106 T.u.b.), quando svolte in via stabile su incarico di uno o più intermediari; B) individuava espressamente fattispecie non integranti agenzia, includendo la “distribuzione di carte di pagamento” e la promozione e conclusione, da parte dei fornitori di beni e servizi, di contratti finanziari “unicamente” per l’acquisto dei propri beni o servizi, sulla base di apposite convenzioni. È evidente che la sentenza valorizza l’avverbio limitativo impiegato dal regolatore, giacché la deroga è di stretta interpretazione e si chiude su due ipotesi tassative: l’una attinente alla mera diffusione di strumenti di pagamento, l’altra concernente il credito finalizzato, inteso come linea di provvista funzionalmente ancillare all’acquisto del bene del fornitore convenzionato. Invero, proprio l’impostazione lessicale e sistematica della deroga consente alla Corte di escludere che la promozione e la sottoscrizione di aperture di credito a tempo indeterminato, utilizzabili mediante carte *revolving*, possano rientrare nell’area esentata, non trattandosi né di “distribuzione di carte di pagamento”, trattandosi di operazioni di finanziamento in senso proprio, né di credito finalizzato all’acquisto del bene del fornitore, atteso il carattere non vincolato dell’utilizzo e la rotazione del fido.

Ed ancora, la cornice normativa avrebbe poi conosciuto un riassetto con il D.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, che, in un’ottica di razionalizzazione del Titolo V del T.u.b., abrogava l’art. 3 del D.lgs. 374/1999 e introduceva, tra l’altro, gli artt. 128-quater<sup>7</sup> e 128-sexies<sup>8</sup> consacrando le figure dell’agente in attività finanziaria e del mediatore creditizio e demandando la tenuta degli elenchi a un organismo dedicato. Tuttavia, va considerato che la decisione in esame non fa discendere la soluzione dalla sopravvenienza del 2010, bensì dalla ricostruzione del diritto previgente, chiarendo come la novazione normativa non rappresenti tanto un mutamento di paradigma, quanto piuttosto una messa a sistema di un’impostazione già colta *in*

---

<sup>7</sup> Cfr. CRISCUOLO, *Commento sub art. 128-quater*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2012, p. 2070 e ss.

<sup>8</sup> Cfr. LACAITA, *Commento sub art. 128 sexies tub*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 2463 e ss.

nuce nel combinato tra legge del 1999 e regolamento del 2001. Conseguo, allora, la conclusione che, anteriormente alla riforma, la promozione e conclusione di contratti di credito *revolving* presso un fornitore non iscritto all'elenco UIC restava attività vietata, non potendo essere assorbita nella categoria, più ristretta, della distribuzione di carte di pagamento e in quella del credito finalizzato.

Inoltre, la Corte inserisce tale assetto nel più ampio contesto delle finalità pubblicistiche che innervano la riserva: invero, la genesi del d.lgs. 374/1999 si salda con le direttive europee in materia di prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio, così che l'apprestamento di un filtro soggettivo in fase di offerta non è riducibile a mera policromia burocratica, ma dichiara l'esistenza di interessi generali alla trasparenza dei canali distributivi, alla tracciabilità dei flussi e alla protezione degli utenti deboli. È utile far presente che su questo punto il provvedimento si sofferma richiamando non solo il contenuto precettivo delle norme, ma anche la loro *ratio* di sistema, desumibile tanto dai considerando della disciplina unionale, quanto dagli atti di vigilanza interna. Ed ancora, il (precedente) intervento della Banca d'Italia del 20 aprile 2010, rivolto agli intermediari operanti nel comparto del credito *revolving*, viene assunto quale indice dell'orientamento dell'autorità di settore circa la necessità di un presidio rigoroso nella fase di offerta e di collocamento, presidio che implica, sul piano ordinamentale, la riconduzione della promozione e conclusione dei contratti di credito a soggetti abilitati e iscritti nei pertinenti elenchi.<sup>9</sup>

La scelta della Corte non si arresta all'interpretazione dell'ambito soggettivo della riserva, ma attraversa il terreno più delicato degli effetti civilistici delle violazioni. L'art. 1418, comma 1, c.c., evocato quale base della nullità virtuale, opera come norma di chiusura del sistema, disponendo la nullità dei contratti contrari a norme imperative, salvo diversa previsione di legge; e, invero, la giurisprudenza di

---

<sup>9</sup> Cfr. Comunicazione della Banca d'Italia del 20 aprile 2010. *Credito revolving concesso con carte di credito: cautele e indirizzi per gli operatori*.

legittimità ha progressivamente ampliato il perimetro della nozione di “imperatività” oltre le sole regole che attengono alla struttura o al contenuto del negozio, fino a ricomprendervi anche quelle che, in assoluto o al ricorrere di determinate condizioni, vietano la stipulazione del contratto per ragioni di interesse generale. Ed ancora, le Sezioni Unite hanno puntualizzato come la verifica dell’imperatività esiga la considerazione della natura e della qualità degli interessi protetti, nonché della loro idoneità a configurarsi come interessi della collettività, sì da giustificare l’intervento ablativo dell’ordinamento privato.

In tale contesto logico la Corte distingue con nettezza tra le ipotesi in cui la violazione di una regola di settore è già presidiata da una sanzione amministrativa o penale idonea a realizzare la finalità protettiva senza necessità di sacrificare la validità del negozio, e quelle, al contrario, in cui l’assetto sanzionatorio non esaurisce le esigenze di tutela, così da rendere coerente l’opzione per l’invalidità, proprio perché l’inoservanza incide sulla legittimazione stessa del soggetto a porsi come vettore del prodotto finanziario. È utile segnalare che, secondo la pronuncia, la violazione del requisito soggettivo di iscrizione e abilitazione non è un mero illecito amministrativo privo di riflessi civilistici, ma tocca il cuore dell’operazione, in quanto ne condiziona *ab origine* la liceità della fase propositiva e la validità del vincolo che ne deriva. Invero, se il legislatore seleziona, in un’ottica di ordine pubblico economico, i soggetti legittimati a promuovere e concludere finanziamenti al consumo, la conclusione del contratto a valle dell’intervento di un soggetto non legittimato non può che essere guardata come lesiva del presidio imperativo, con la conseguente applicazione dell’art. 1418 c.c., in assenza di una disposizione che disponga altrimenti.

Inoltre, la ricostruzione del sistema delle fonti viene corroborata da richiami giurisprudenziali interni volti a consolidare il nesso tra riserva soggettiva e invalidità. Ed ancora, la decisione valorizza precedenti in cui la Corte ha ritenuto la nullità di contratti conclusi in violazione di riserve legali o autorizzazioni costitutive, mostrando come l’ordinamento reputi intollerabile la permanenza di vincoli negoziali scaturiti

da condotte abusive o da difetto originario dei requisiti per operare sul mercato. Va da sé che tale linea, pur essendo qui piegata al caso del credito *revolving*, poggia su una trama più ampia che vede nel diritto bancario e finanziario un intreccio serrato tra regole di organizzazione del mercato e rimedi civilistici a protezione sia dei risparmiatori *uti singuli* sia del bene pubblico del risparmio.

Sotto altro profilo, appare possibile sostenere che la sentenza non ignora il possibile argomento contrario, spesso speso per negare la nullità, secondo cui le violazioni “esterne” al contenuto negoziale si tradurrebbero in pure norme di comportamento, inidonee a travolgere il contratto e semmai generatori di responsabilità risarcitoria. È evidente che la Corte risponde spostando l’asse dall’alternativa dicotomica tra norme di validità e norme di comportamento alla valutazione sostanziale della funzione protettiva della regola violata: invero, là dove la regola presidia l’accesso al mercato dell’intermediazione finanziaria, la sua inosservanza non si consuma in un profilo eteronomo al negozio, ma determina un vizio genetico del procedimento di formazione del consenso, così da degradare la stessa possibilità di riconoscere al vincolo effetti di diritto. Consegue, pertanto, il riconoscimento della nullità, non come misura punitiva disancorata dalle esigenze del caso concreto, ma come presidio coerente con l’architettura del sistema e con la finalità, insieme preventiva e dissuasiva, che la riserva intende garantire.

Nel dibattito più recente, il tema in esame può essere osservato avendo riguardo anche alle fonti di *soft law*<sup>10</sup> e all’elaborazione delle autorità indipendenti. Gli “orientamenti di vigilanza di tutela” pubblicati dalla Banca d’Italia sul credito *revolving* confermano, con accenti di accortezza prudenziale, come l’operazione presenti profili di rischio peculiari in termini di trasparenza delle condizioni, adeguatezza della rata minima, sostenibilità dell’indebitamento e qualità informativa

---

<sup>10</sup> Per un approfondimento sul tema, cfr. LEMMA, «*Soft law* e regolazione finanziaria, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, n. 11, 2006, p. 600 e ss.; LEMMA - STRIPPOLI, *Il sistema delle fonti*, in PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell’economia*, Milano, 2023, p. 89 e ss.

precontrattuale.<sup>11</sup> Invero, l'attenzione del regolatore alla fase di offerta si intreccia con la disciplina degli assetti distributivi, poiché la corretta profilazione del cliente e la comunicazione dei costi effettivi dipendono anche dalla competenza e responsabilità dei canali attraverso i quali il prodotto è portato al pubblico. Ed ancora, proprio il nesso tra qualità della distribuzione e protezione del consumatore consente di comprendere perché la riserva soggettiva non rappresenti un mero requisito formale, ma un elemento essenziale della liceità complessiva dell'operazione, tanto più quando la linea di credito è destinata a rinnovarsi nel tempo e a generare dinamiche di indebitamento persistente.

Consegue, in definitiva, l'immagine di un sistema in cui le fonti primarie e secondarie convergono verso un punto di equilibrio: da un lato, la legittimazione all'offerta di credito al consumo passa attraverso l'iscrizione e il controllo, con conseguente esclusione dal perimetro dei soggetti non abilitati; dall'altro, la violazione di tale presidio, in mancanza di un correttivo legislativo che salvi la validità del negozio, conduce, secondo la lettura adottata dalla Corte, alla nullità del contratto per contrarietà a norme imperative. È evidente che tale ricostruzione, sul piano strettamente normativo, offre una trama coerente, ancorata a testi e principi, e tesa a prevenire l'uso distorto di canali distributivi non sorvegliati; invero, proprio per la sua coerenza interna, essa mette a disposizione del giudice gli strumenti concettuali per qualificare l'operazione *revolving* come finanziamento in senso proprio, sottraendola all'area residuale delle carte di pagamento o della vendita con credito finalizzato.

Tuttavia, questa costruzione, per quanto solida nel versante delle fonti, apre la via alle questioni rimediali che sono oggetto di critica, poiché l'opzione per la nullità "secca" non è un corollario necessario dell'imperatività, ma il risultato di un giudizio di compatibilità tra la finalità protettiva della riserva e gli effetti, talvolta regressivi,

---

<sup>11</sup> Cfr. Delibera 107/2023 della Banca d'Italia recante gli Orientamenti di Vigilanza di tutela sul credito cd. *revolving*.

che il rimedio produce sul debitore consumatore. Ed ancora, il quadro normativo così ricostruito consente, per contrasto, di porre in rilievo l'esistenza di altri strumenti interni all'ordinamento, dalla nullità di protezione del Codice del consumo ai meccanismi di riduzione e di integrazione legale, che mostrano come la stessa logica di tutela dell'ordinamento privato, pur in presenza di violazioni gravi, non si esaurisca nella demolizione del contratto, ma contempli soluzioni conservatrici idonee a preservare l'equilibrio tra deterrenza verso il professionista e salvaguardia del contraente debole. Consegue una prima considerazione: l'ermeneutica della Corte, nell'individuare con nettezza l'area della riserva e l'ambito dell'imperatività, fornisce le premesse indispensabili per una riflessione critica sui rimedi, che, come si vedrà, non può prescindere dal bilanciamento tra interessi generali e tutela effettiva del debitore.

3. Il credito *revolving*, nella sua configurazione tipica, si presenta come una forma di finanziamento a tempo indeterminato che mette a disposizione del cliente una provvista rinnovabile entro un massimale prefissato, la cui utilizzazione avviene per il tramite di una carta di pagamento collegata, ma la cui sostanza economico-giuridica resta ancorata all'erogazione di credito e non già alla mera trasmissione di ordini di pagamento.<sup>12</sup> Ciò che definisce l'istituto è l'oggetto dell'operazione: non il trasferimento di fondi disponibili del cliente, come accade nelle carte di debito, né il differimento gratuito e unitario del pagamento a saldo, come nelle carte *charge*, bensì la concessione di un fido rotativo sul quale maturano interessi corrispettivi

---

<sup>12</sup> Cfr. MASSELLA DUCCI TERI, *Brevi considerazioni sulla carta di credito “revolving”*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, n. 3, 2013, 1, pp. 487-514; PRESTI, *Nuovi strumenti per il credito al consumo: le carte revolving*, in *Le Società*, n. 4, 2007, pp. 483-485; RICCIARDI, *Riflessioni in materia di carte di credito revolving e usura sopravvenuta alla luce del recente arresto delle sezioni unite*, in *Banca borsa e titoli di credito*, n. 5, 2019, 1, pp. 756-778; SANGIOVANNI, *Questioni giuridiche connesse all'emissione e all'uso delle carte di credito “revolving”*, in *I Contratti*, n. 5, 2014, pp. 498-507; SICLARI, *Autonomia negoziale e tutela pubblicistica nella disciplina delle carte di pagamento*, in *Diritto della Banca e dei Mercati Finanziari*, 2002, I, p. 231 e ss.

commisurati al capitale via via utilizzato e non rimborsato, con una scansione di rientro per rate periodiche e con la possibilità di ricostituire, a seguito di ciascun rimborso, la disponibilità ad ulteriori prelievi. Inoltre, la carta associata al rapporto non è che un'interfaccia di accesso al credito, sicché l'operazione non si esaurisce nel circuito dei pagamenti, ma si sostanzia in un rapporto di finanziamento in cui la banca o l'intermediario si obbliga a mantenere una certa disponibilità di fondi e il cliente si obbliga a restituire capitale e interessi secondo un piano modulabile.

Tuttavia, va considerato che la natura *revolving* del credito imprime al rapporto una dinamica peculiare, poiché il fido accordato opera come tetto massimo di esposizione e, al contempo, come una sorta di serbatoio che si riempie e svuota in funzione dei pagamenti effettuati con la carta e delle rate corrisposte dal cliente. Invero, alla chiusura del periodo di rendicontazione, l'utilizzatore può scegliere se rimborsare integralmente il saldo, riportando l'esposizione a zero, oppure se corrispondere una rata di importo inferiore, spesso espressa in percentuale sull'esposizione o come quota fissa, con la conseguenza di mantenere una parte del capitale a debito e di sostenere il costo del finanziamento attraverso gli interessi maturati. Ed ancora, la presenza della c.d. rata minima introduce un profilo di rilevanza oggettiva, perché consente il protrarsi dell'indebitamento in costanza di una restituzione che, se parametrata su livelli troppo bassi, può addirittura risultare insufficiente a coprire gli interessi maturati nel periodo, determinando fenomeni di ammortamento negativo o un allungamento eccessivo dei tempi di rientro.

È evidente che l'operazione *revolving* non si lascia catturare dalla categoria delle "carte di pagamento" intesa in senso stretto, giacché la funzione qui non è l'ordinazione di un trasferimento dal patrimonio del cliente, bensì l'accesso a una provvista che diviene patrimonio di terzi fino al rimborso, con una struttura in cui il corrispettivo dell'uso è, tipicamente, l'interesse sul capitale utilizzato. Consegue una prima indicazione secondo cui, dal punto di vista oggettivo, la prestazione caratteristica dell'intermediario è la concessione e il mantenimento di un

affidamento rotativo, mentre la prestazione del cliente è la restituzione del capitale via via disponibile e utilizzato, oltre agli oneri economici pattuiti. Invero, il flusso delle prestazioni si articola lungo cicli di utilizzo e rimborso che riproducono, a scala minuta e ripetuta, la logica del mutuo di scopo generico: l'ente finanziatore eroga, il cliente consuma la provvista per acquisire beni o servizi, e poi rimborsa, in tutto o in parte, riaprendo lo spazio per nuovi impieghi.

Inoltre, l'esercizio dell'opzione di rimborso parziale costituisce un elemento distintivo essenziale, perché imprime al rapporto la flessibilità propria degli affidamenti di cassa, pur nella cornice di un contratto di credito al consumo. Invero, la scelta, a ciascuna scadenza, tra il pagamento integrale e quello parziale consente di modulare l'intensità del costo finanziario nel tempo, con effetti immediati sulla durata effettiva del rapporto e sull'ammontare complessivo degli interessi corrisposti. Ed ancora, dal punto di vista operativo, l'utilizzatore riceve una rendicontazione periodica che dettaglia saldo iniziale, acquisti e prelievi, pagamenti effettuati, interessi e oneri maturati, saldo finale e importo minimo da corrispondere: il che conferma la centralità della dimensione creditizia, poiché l'estratto conto non è mero riepilogo di pagamenti, ma prospetto di un'esposizione finanziaria e del suo costo.

Va da sé che la qualificazione del credito *revolving* quale operazione di finanziamento assume rilievo non soltanto concettuale, ma anche funzionale. Invero, nella logica dei contratti di credito, la determinazione del tasso, la trasparenza del costo totale, l'equilibrio della rata minima rispetto all'ammortamento e l'adeguatezza dell'affidamento rispetto al profilo del cliente sono elementi che, per la loro natura, afferiscono al governo del rischio di credito e alla sostenibilità dell'indebitamento. Inoltre, la presenza di componenti accessorie - quali, a titolo d'esempio, eventuali commissioni per la messa a disposizione dei fondi, spese periodiche di gestione, oneri per prelievi in contanti e tassi differenziati per diverse tipologie di utilizzo - conferma che il baricentro economico del prodotto non è il

servizio di pagamento, ma l'offerta di una provvista flessibile a fronte di un corrispettivo finanziario.

Nel dibattito più recente, il tema in esame può essere osservato avendo riguardo al rapporto tra funzione economica del *revolving* e tecniche di contenimento del rischio. È utile anticipare che l'oggettiva finalità del prodotto - fornire liquidità aggiuntiva per esigenze di consumo non pianificate, appianare disallineamenti temporali tra entrate e uscite, finanziare acquisti non coperti dalla liquidità corrente - si accompagna alla necessità, per l'intermediario, di selezionare e monitorare il merito creditizio del cliente, calibrando il massimale, la rata minima e le condizioni economiche in coerenza con la capacità di rimborso. Invero, la natura rotativa del fido fa sì che il rischio non si esaurisca in un'erogazione *una tantum*, ma si rinnovi ad ogni ciclo di utilizzo, esigendo, sul piano oggettivo, presidi di gestione che hanno poco a che vedere con il mero regolamento di pagamenti e molto con il governo della qualità del portafoglio crediti.

Ed ancora, la distinzione rispetto al credito finalizzato trae alimento proprio da questo profilo oggettivo: mentre il finalizzato connette indissolubilmente la provvista all'acquisto del bene del fornitore, sicché il finanziamento è ancillare e coevo alla compravendita, il *revolving* si emancipa dalla singola operazione di spesa e offre una linea "aperta" riutilizzabile per una pluralità di acquisti presso una platea potenzialmente illimitata di esercenti convenzionati; e, dunque, l'oggetto immediato non è il finanziamento di uno specifico bene, ma la disponibilità continuativa di credito. Consegue, perciò, un effetto oggettivo preciso: il rischio e il costo del finanziamento non si determinano in funzione di un'unica operazione e della sua durata, ma in funzione della condotta d'uso del cliente, della frequenza di rimborsi parziali e dell'eventuale persistenza di saldi residui nel tempo.

È evidente che la centralità della "rata minima" merita una considerazione ulteriore, poiché costituisce l'innesto tecnico attraverso cui la funzione di liquidità si traduce, talora, in indebitamento di lungo periodo. Invero, se l'importo minimo è

parametrato a soglie che non coprono la quota di interessi maturata, si genera un differenziale che si somma al capitale, con effetti di capitalizzazione e di allungamento dell'orizzonte del debito; inoltre, anche quando la rata minima copre interessi e una porzione di capitale, la velocità di ammortamento può risultare talmente ridotta da spalmare il rientro su un arco temporale eccessivo rispetto al beneficio di consumo realizzato. Ed ancora, questo profilo, che è strutturalmente insito nell'oggettività del prodotto, impone, già sul piano descrittivo, di riconoscere che il *revolving* opera come una riserva di liquidità a costo variabile, il cui impiego efficiente richiede una consapevolezza elevata da parte dell'utilizzatore.

Tuttavia, va altresì considerato che l'oggettività dell'operazione non è neutralizzata dalla presenza di un supporto "carta", poiché essa (la carta) funge da credenziale e da canale di accesso al fido, ma non muta la causa del rapporto, che resta di finanziamento. Invero, il medesimo meccanismo rotativo può operare anche senza l'uso prevalente presso POS, ad esempio attraverso prelievi di contante o trasferimenti su conto, senza che ciò alteri la qualificazione sostanziale dell'istituto. Inoltre, la standardizzazione dei circuiti di pagamento e la spendibilità transfrontaliera dell'accesso non incidono sul nucleo: il cliente, spendendo, non muove immediatamente risorse proprie, ma ricorre a una provvista altrui, impegnandosi alla sua restituzione secondo termini pattuiti.

Ed ancora, dal punto di vista della formazione del costo, la misurazione del corrispettivo attraverso indicatori onnicomprensivi risponde a un'esigenza intrinseca al prodotto, poiché la flessibilità del piano di rimborso rende altrimenti opaco, per il cliente, il costo effettivo del credito. Va da sé che la determinazione del tasso annuo nominale e delle eventuali commissioni ricorrenti dice poco se non rapportata all'andamento concreto dell'utilizzo e all'ammontare del saldo residuo, sicché gli strumenti sintetici di rappresentazione del costo sono, in senso oggettivo, parte integrante della struttura informativa del prodotto. Invero, proprio la variabilità delle traiettorie di rimborso, dovuta alla libertà di scelta tra saldo a fine periodo e rata

minima, rende il *revolving* un contratto a geometria variabile, nel quale il profilo di costo dipende dall'equilibrio dinamico tra capacità di restituzione e frequenza d'uso.

Consegue una prima conclusione: in una prospettiva oggettiva, il credito *revolving* non è un servizio ancillare al pagamento, ma una tecnologia di erogazione di liquidità che sfrutta l'infrastruttura dei pagamenti per veicolare il finanziamento. È evidente che tale collocazione concettuale spiega, a posteriori, la rilevanza dei presidi che l'ordinamento appresta nella fase di offerta, poiché la correttezza del matching tra fido, rata minima e sostenibilità del debito è condizione dell'equilibrio del rapporto, mentre il mero buon funzionamento del circuito di pagamento garantisce solo l'esecuzione dell'ordine, non la qualità del credito sottostante. Invero, il cuore dell'operazione è l'impegno dell'intermediario a sostenere, per un tempo potenzialmente indefinito, un rischio di credito fluttuante, che cresce o decresce con la condotta del cliente, e l'impegno speculare del cliente a modulare il rientro in modo compatibile con la propria capacità reddituale.

Il tema in esame può essere altresì osservato avendo riguardo alla relazione tra utilità sociale del prodotto e criticità. È utile anticipare che l'utilità si manifesta nella possibilità di assorbire *shock* di liquidità, di spalmare spese improvvise, di costruire una riserva rotativa pronta all'uso; tuttavia, va altresì considerato che le criticità emergono quando la combinazione tra tassi, commissioni e rata minima incentiva un uso prolungato del debito senza un percorso credibile di ammortamento, con il rischio di trasformare uno strumento di flessibilità in una trappola di indebitamento. Invero, questo duplice volto appartiene all'oggettività del prodotto: è lo stesso meccanismo rotativo a contenere, simultaneamente, la promessa di liquidità e il pericolo di persistenza dell'esposizione.

Ed ancora, la dimensione oggettiva illumina anche il rapporto con la disciplina di trasparenza e informazione precontrattuale, poiché la chiarezza circa la funzione del prodotto, il meccanismo della rata minima, le conseguenze del rimborso parziale e la stima del tempo di estinzione assumono valore non solo informativo, ma

sostanziale, in quanto condizioni per un uso razionale del credito. Va da sé che, in termini di struttura, la rappresentazione grafica dell’evoluzione del debito a diversi livelli di rimborso minimo, la simulazione di scenari e la comunicazione dell’ammontare di interessi lungo orizzonti temporali plurimi sono componenti che attengono all’essenza del prodotto e alla sua intelligibilità, ancor prima che a un adempimento formale.

Inoltre, la fisionomia del *revolving* come “affidamento replicabile” spiega perché, oggettivamente, il rapporto debba poter reggere la sostituzione dello strumento di accesso senza mutarne la causa, e dunque perché la disciplina delle misure tecniche di sicurezza e delle modalità di utilizzo, pur importanti, resti periferica rispetto alla qualificazione dell’operazione. Invero, ciò che conta, per determinare la natura dell’istituto, è la messa a disposizione di credito rinnovabile e la pattuizione di un corrispettivo in forma di interessi sul capitale utilizzato, con la conseguente riconduzione del rapporto nell’alveo dei contratti di finanziamento, indipendentemente dall’apparato tecnologico di esecuzione.

Consegue, in definitiva, l’immagine coerente di un prodotto che, nella sua oggettività, combina un plafond rinnovabile, un canale di utilizzo immediato e una libertà di rimborso modulabile nel tempo, generando al contempo un costo che cresce con la durata dell’esposizione e con la frequenza dei rimborsi parziali. È evidente che, a fronte di tale natura, l’inquadramento dogmatico come finanziamento non è un’opzione retorica, ma una rappresentazione dell’attività economica svolta: erogare credito riutilizzabile e remunerarlo attraverso interessi sul capitale non rimborsato. Invero, questa qualificazione, che si impone nella prospettiva puramente oggettiva, costituisce la premessa necessaria delle valutazioni che l’ordinamento compie in punto di distribuzione, di vigilanza e, soprattutto, di rimedi, poiché soltanto riconoscendo il *revolving* per ciò che è - un credito a rotazione e non una mera carta - diventa possibile calibrare gli strumenti di tutela in coerenza con gli effetti reali che esso produce sulla posizione del debitore. Ed ancora, proprio

tal riconoscimento evita l'equivoco, talora coltivato per agevolare canali distributivi meno presidiati, di confondere l'oggetto del contratto con il supporto materiale di utilizzo, distorcendo le conseguenze operative e, a valle, l'assetto dei rimedi.

Va da sé che la consapevolezza della funzione creditizia non esaurisce le questioni che devono affrontare i *policy makers*, ma le ordina: prima la causa concreta del finanziamento, poi la regolazione dei canali e l'allocazione delle responsabilità.

4. Al fine di inquadrare la portata dell'interpretazione offerta dalla Corte con la sentenza in commento, appare utile considerare che la lettura della riserva di attività nella concessione del credito *revolving* si arricchisce, alla luce delle riflessioni più recenti sulle "riserve digitali",<sup>13</sup> di un ulteriore profilo sistematico: l'abilitazione soggettiva non è soltanto filtro di legalità formale, ma diviene strumento di selezione funzionale al governo di beni giuridici protetti in un ecosistema tecnologicamente mediatizzato. Invero, l'impostazione che riconduce le riserve all'orbita dei beni protetti - risparmio, trasparenza, coesione sociale, e oggi anche integrità dell'informazione, affidabilità dei processi algoritmici e sostenibilità - consente di cogliere come il perimetro della promozione e conclusione del credito non possa essere compreso in un tecnicismo autorizzativo, ma debba riflettere l'architettura sostanziale della tutela che l'ordinamento intende presidiare. Ed ancora, se la distribuzione del *revolving* avviene, com'è fisiologico, attraverso canali ibridi di *front-end* digitale presso il punto vendita, piattaforme di "embedded finance" e procedure di pre-valutazione algoritmica esternalizzate, allora la riserva ex ante dell'"agenzia in attività finanziaria" si proietta *ex post* come presidio di qualità dei processi, imponendo che ogni snodo della filiera che incide sulla formazione del consenso del consumatore sia retto da soggetti abilitati e tracciabili.

---

<sup>13</sup> Cfr. LEMMA, *Riserve di attività digitale e beni giuridici protetti*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 1, 2025, pp. 51-79.

Va, poi, considerato che il dato tecnologico non attenua, ma semmai intensifica, la ragione della riserva soggettiva. Invero, la digitalizzazione della fase distributiva ha dissolto la distinzione percettiva tra “carta” e “credito” e ha reso opache, per il cliente, le soglie tra informazione, profilazione e conclusione: ciò che il consumatore sperimenta, al banco o su un device, è una sequenza apparentemente neutra di interazioni, spesso guidate da interfacce predisposte da outsourcer tecnologici, ma sostanzialmente finalizzate alla stipula di un finanziamento rotativo. Ed ancora, proprio la mediazione software - che precompila moduli, acquisisce consensi, attiva linee di fido e propone opzioni di rimborso - esercita una funzione “quasi-agenziale” che, se collocata fuori dal perimetro della riserva, disarticola il nesso tra legittimazione e responsabilità, generando zone grigie in cui il fornitore non iscritto si fa vettore di un’operazione di credito altrui. Va da sé che, in tale scenario, il principio affermato dalla Corte sul divieto di avvalimento del canale non abilitato si salda con la diagnosi più generale: l’ordinamento non può tollerare che la catena di intermediazione si frammenti in codici e piattaforme per eludere la soglia abilitante, poiché ciò vanificherebbe la finalità pubblicistica della riserva.

Consegue una prima indicazione secondo cui la riserva, lungi dall’essere regressiva rispetto all’innovazione, opera come criterio di «ricentralizzazione funzionale» del rapporto banca-cliente, secondo una logica già sperimentata nelle più recenti traiettorie regolatorie: l’intermediario vigilato resta il centro di imputazione delle funzioni critiche, mentre gli outsourcer si integrano senza dissolvere la responsabilità del titolare dell’attività riservata. Invero, la filiera del *revolving* mostra emblematicamente come la selezione del canale e la qualità dell’algoritmo di *pre-scoring* siano parte della sostanza del prodotto, perché incidono sull’adeguatezza del fido, sulla misura della rata minima e, in definitiva, sulla sostenibilità dell’indebitamento del cliente. Ed ancora, se il bene protetto è anche l’integrità informativa del processo decisionale, la riserva impone che colui che governa l’interfaccia con il pubblico - umano o software che sia - sia abilitato,

controllabile e sottoposto a standard di condotta coerenti con la tutela del contraente debole.

È evidente che tale prospettiva rafforza, e non indebolisce, la soluzione - fatta propria dalla sentenza - per cui la promozione e la conclusione del credito *revolving* non ricadono nella deroga regolamentare prevista per la mera distribuzione di carte di pagamento, né possono confondersi con il credito finalizzato. Invero, se si assume seriamente la natura di finanziamento rotativo, è la funzione sostanziale dell'operazione a tracciare il confine della riserva: dove c'è concessione di affidamento riutilizzabile, gestione di rischio di credito, strutturazione di piani minimi di rientro e applicazione di interessi corrispettivi, lì opera l'"agenzia" riservata, e non la distribuzione libera di un mero strumento di pagamento. Ed ancora, la digitalizzazione accentua questo discriminio, perché riduce il ruolo materiale della "carta" a badge di accesso, mentre porta in primo piano la sequenza di atti che preparano, confezionano e concludono il contratto di credito.

A ciò si aggiunga che la teoria delle riserve non si esaurisce nella dicotomia abilitato/non abilitato, ma richiede un coordinamento con i beni giuridici che l'ordinamento reputa meritevoli di protezione nel nuovo contesto. Invero, la promozione responsabile del *revolving* tutela, oltre al risparmio individuale, la coesione sociale che discende dalla prevenzione di fenomeni di indebitamento persistente indotti da interfacce persuasive e da default option sfavorevoli; tutela l'integrità dell'informazione quando impone trasparenza algoritmica sufficiente a rendere comprensibili le conseguenze della scelta di rimborso; tutela la sostenibilità dei modelli d'offerta quando subordina la scalabilità digitale alla capacità effettiva di presidio dei rischi da parte dell'intermediario. Ed ancora, questa saldatura tra riserva e beni protetti sottrae la disciplina all'obiezione, talvolta avanzata, che l'abilitazione sarebbe una barriera all'ingresso a beneficio degli *incumbents*: se la riserva è correlata alla protezione di interessi collettivi, essa è giustificata nella misura in cui seleziona operatori e canali in grado di dimostrare affidabilità organizzativa e

responsabilità sociale nell'offerta di credito.

Nel dibattito più recente, il tema in esame può essere osservato avendo riguardo alla tensione tra decentralizzazione tecnologica e ricentralizzazione delle responsabilità. È utile far presente che la retorica della disintermediazione - che attrarre molte soluzioni di finanza digitale - non trova, nel credito *revolving* al consumo, un terreno neutro: la prossimità con il punto vendita, la rapidità della concessione, l'automazione delle valutazioni possono moltiplicare l'efficienza, ma anche gli attriti informativi e i rischi di *mis-selling*.<sup>14</sup> Invero, proprio perché la soglia di accesso al prodotto è compressa nel tempo di un *checkout*, la riserva gioca un ruolo ordinatore: chi parla a nome del credito deve essere abilitato; chi orchestra l'interfaccia deve essere riconducibile al perimetro di vigilanza; chi decide il settaggio della rata minima e del massimale iniziale deve rispondere secondo regole di condotta proprie degli intermediari. Ed ancora, l'idea di "riserve digitali" come strumenti di bilanciamento tra innovazione e tutela autorizza a ritenere che anche gli snodi infrastrutturali - le piattaforme, gli score provider, i fornitori di KYC/AML automatizzati - siano parte di una rete che la banca deve governare e che, per riflesso, il diritto deve saper catalogare.

Va da sé che, calata in questo orizzonte, la conclusione della Corte sulla responsabilità dell'intermediario per l'avvalimento del canale non iscritto acquista un significato persino più nitido: l'abilitazione non è un sigillo formale, ma una promessa di affidabilità organizzativa rivolta al pubblico. Invero, quando il venditore convenzionato - oggi sempre più un "nodo" digitale che integra moduli, scannerizza documenti, accede a cruscotti decisionali, induce scelte di rimborso - agisce senza abilitazione, esso non viola soltanto un divieto settoriale; esso altera l'equilibrio tra potere contrattuale e protezione del risparmio, poiché porta il consumatore a

---

<sup>14</sup> Sul tema v. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Rivista di diritto bancario*, n. 2, 2023, 1, pp. 261-281; COLONNELLO, *Rischio di mis-selling per il risparmiatore retail: strategie normative e prospettive in ambito europeo*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, maggio 2022.

contrarre tramite un'interfaccia priva dei presidi professionali e deontologici che l'ordinamento esige. Ed ancora, l'intermediario che si giovi di tale canale elude il costo organizzativo della conformità, trasferendo sul cliente il rischio sistematico di un'offerta non presidiata: è precisamente questo il tipo di esternalità che la riserva intende neutralizzare.

Consegue, infine, un punto di metodo che prepara il terreno alla critica rimediale: se la riserva di attività,<sup>15</sup> letta anche nella sua dimensione digitale, serve a proteggere beni di rilievo costituzionale e sistematico, allora la reazione all'illecito distributivo deve essere calibrata in modo da non ledere proprio quei beni. È evidente che tra questi beni vi è, in primo luogo, la protezione del risparmio del contraente debole; e, invero, una nullità “secca” che determini l'immediata riespansione dell'obbligo di restituzione del capitale può incrinare la coesione sociale e minare la fiducia nei mercati, rovesciando la direzione della tutela.<sup>16 17</sup> Ed ancora, la coerenza

---

<sup>15</sup> Per un approfondimento si rinvia a CAPRIGLIONE, *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia. Riflessioni introduttive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3, 2024, pp. 223-252. Cfr., inoltre, ACCETTELLA, *Le riserve nelle attività di investimento tra integrità dei mercati e tutela dei risparmiatori*, in *Banca borsa e titoli di credito*, n. 3, 2025, 1, pp. 344-363; LEMMA, *Strumenti digitali per il mercato finanziario. Profili regolamentari, riserve di attività e dinamiche applicative*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4s, 2023, pp. 175-215; SEPE, *Clausole degli statuti societari e riserve di attività nel Testo unico bancario*, in *Vita notarile*, n. 1, 2000, 1, pp. 74-100; TUCCI, *Riserve di attività e disciplina del contratto nel mercato finanziario, sanzioni e rimedi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, n. 3, 2025, 1, pp. 315-343.

<sup>16</sup> Per un approfondimento sulla nota sentenza e suoi relativi effetti, v. GUIZZI, *Illecito concorrenziale, contratto e rimedi: notazioni critiche a margine delle Sezioni Unite sulla nullità dei “contratti a valle”*, in AA.VV., *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti dei workshops Università Ca' Foscari Venezia, Venezia, 19 maggio 2023, Università degli Studi di Palermo, Palermo, 9 giugno 2023, Università degli Studi di Napoli Parthenope, Napoli, 15 settembre 2023*, Quaderni di ricerca della Banca d'Italia, n. 99, pp. 219 e ss.; MAURO, *Le intese anticompetitive nel confronto tra contratto e mercato: verso un nuovo paradigma antitrust*, in *Nuovo Diritto Civile*, n. 3, 2022, p. 149 e ss.; LIBERTINI, *I contratti attuativi di intese restrittive della concorrenza: un commento a Cassazione civile, sezioni unite, 30 dicembre 2021, n. 41994*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2022, p. 13 e ss.

<sup>17</sup> Cfr. LEMMA, relazione tenuta al Convegno su «*The Future of the Commercial Contract in Scholarship and Law Reform*» tenuto a Londra 25 ottobre 2024, i cui atti sono in fase di pubblicazione a cura di ANDENAS - HEIDEMANN, in cui sostiene che l'idea di una nullità “di ordine pubblico economico” elevata a rimedio-regolatore del mercato, preferita al risarcimento per difetto di dissuasività, scambia l'efficacia simbolica dell'invalidità per una panacea capace di riallineare condotte e assetti, mentre sul piano distributivo nega protezione proprio al soggetto che l'ordinamento dichiara di voler presidiare. Tuttavia, va altresì considerato che l'assunto secondo cui l'interesse

tra riserva e beni protetti suggerisce rimedi che, senza indulgere su violazioni gravi, mantengano in vita il rapporto in forma purgata o ne modulino gli effetti, affinché il costo della condotta abusiva ricada sul professionista e non sul consumatore.

E' evidente che non si tratta di una deroga al principio di legalità, ma piuttosto del suo compimento: l'ordinamento che seleziona, attraverso la riserva, i soggetti degni di fiducia è lo stesso che, al momento della patologia, deve distribuire i costi dell'illiceità secondo la linea di forza della protezione, non già secondo la comoda scorciatoia dell'efficienza privata di chi ha organizzato l'offerta.

### **Francesco Affinito**

*Assegnista di ricerca di diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi UnitelmaSapienza*

---

protetto sarebbe "principalmente quello del mercato in senso oggettivo" e che, per ciò stesso, i rimedi civili debbano farsi strumenti di governo macro del settore, finisce per piegare la dogmatica dell'invalidità alle esigenze di policy, senza curare la coerenza tra la causa concreta del contratto e gli effetti che l'invalidità produce nella sfera del debitore-consumatore.

**CORTE DI CASSAZIONE**  
**SENTENZA 18 GIUGNO 2025, n. 16421**

(Omissis)

**RAGIONI DELLA DECISIONE**

Con il primo motivo la ricorrente prospetta una violazione di legge, art. 57, comma 6-bis, D.Lgs. 58 del 1998, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3 cod. proc. civ. (violazione dell'autonomia patrimoniale del Fondo comune di investimento). Per la ricorrente solo il fondo comune di investimento deve rispondere del pagamento dell'IMU sugli immobili; la società di gestione del fondo immobiliare (*Omissis*) non è soggetto passivo dell'imposta che deve essere pagata dal Fondo immobiliare. Inoltre, dal 27 febbraio 2022 il Fondo veniva sottoposto a procedura di liquidazione giudiziale con sentenza del Tribunale di Milano.

I fondi comuni di investimento sono privi di un'autonoma soggettività giuridica: "I fondi comuni d'investimento (nella specie, fondi immobiliare chiusi), disciplinati nel D.Lgs. n. 58 del 1998, e succ. mod., sono privi di un'autonoma soggettività giuridica, ma costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio; pertanto, in caso di acquisto nell'interesse del fondo, l'immobile che ne è oggetto deve essere intestato alla società promotrice o di gestione la quale ne ha la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia" (Cass. Sez. 1, 08/05/2019, n. 12062, Rv. 653911 - 01; vedi anche Cass. Sez. 2, 18/03/2025, n. 7201, Rv. 673998 - 01).

Come logica conseguenza, la società di gestione è tenuta a pagare l'I.M.U.: "I fondi comuni d'investimento (nella specie, fondi immobiliari chiusi), disciplinati dal D.Lgs. n. 58 del 1998 e succ. mod., non sono soggetti passivi dell'imposta municipale gravante sugli immobili che ne fanno parte, in quanto detti fondi sono privi di un'autonoma soggettività giuridica costituiscono patrimoni separati della società di

gestione del risparmio, la quale è tenuta al pagamento dell'IMU" (Cass. Sez. 5, 09/03/2023, n. 7116, Rv. 667341 - 01; vedi anche Cass. Sez. 5, 22/12/2024, n. 33895, Rv. 673261 - 01).

2. 1. Anche nell'ipotesi di liquidazione giudiziale del fondo è tenuta al pagamento la società, inoltre nel caso in giudizio gli anni di imposta sono dal 2015 al 2017, antecedenti alla liquidazione giudiziale del fondo (vedi Sez. 5, 09/03/2023, n. 7116, Rv. 667341 - 01, in termini).

La decisione di questa Corte, Sez. 5, 12/06/2024, n. 16285, Rv. 671514 - 01, non sposta il termine del problema in quanto la stessa espressamente riguarda solo l'IVA e non anche tributi locali: "Bisogna, peraltro, verificare se una soluzione formalistica di tal fatta possa essere utilizzata anche per l'IVA. L'analisi normativa e giurisprudenziale che segue dimostrerà il contrario". La decisione, quindi, non si pone in contrasto con le altre in materia di tributi locali. Neanche la ratio della decisione può ritenersi decisiva per mutare orientamento sui tributi locali, in particolare l'IMU. La società di gestione risponde nei limiti del patrimonio del fondo. Solo questo è il limite, che nel caso in giudizio non viene neanche prospettato come impedimento al pagamento (superamento del limite del patrimonio del fondo, tenendo presente che l'IMU andava pagata negli anni di competenza, prima della procedura concorsuale). Per l'art. 36, quarto comma, D.Lgs. N. 58 del 1998 "Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione

del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti”.

È la società di gestione, quindi, che risponde dell’obbligazione (peraltro è intestataria degli immobili e questo già sarebbe sufficiente per l’I.M.U.) e non il fondo che non ha personalità giuridica, anche se nei limiti del patrimonio del fondo. Limiti, che, si ribadisce, nel caso in giudizio non sono stati prospettati quale impedimento all’adempimento dell’obbligazione tributaria per gli anni in oggetto (antecedenti, peraltro, alla messa in liquidazione del fondo).

Solo un superamento dei limiti del patrimonio del fondo potrebbe giustificare una impossibilità di adempiere.

2.2. Nel caso analizzato per l’I.V.A. (Sez. 5, 12/06/2024, n. 16285, cit.), del resto, la liquidazione giudiziale era conclusa (era estinto, quindi, il rapporto di mandato tra SGR e il fondo), mentre nel caso odierno la procedura è ancora in corso, e si verte comunque di annualità anteriori.

In ogni caso, il presupposto dell’IVA e dell’IMU sono all’evidenza completamente diversi, rilevando - per la prima - la cessione di beni o la prestazione di un servizio e - per la seconda - la realtà del possesso, vertendosi di imposta di natura patrimoniale. Va del resto osservato che, pure in materia di IVA ed in costanza del rapporto di mandato, la società di gestione viene considerata soggetto passivo di imposta per le cessioni di beni e le prestazioni di servizi relative alle operazioni dei fondi immobiliari da essa istituiti, ex art. 8 D.L. 351/01 conv. in L. 410/01, come pure ricordato dalla più volte citata sentenza Cass. 16285/24 (investita di un caso in cui si discuteva di fatture per operazioni inesistenti da parte del fondo comune IBISCO).

Conseguentemente non può trovare applicazione per l’I.M.U. il ragionamento fatto per l’I.V.A.

3. Un raffronto tra i fondi comuni e i patrimoni separati, destinati ex art. 2447-bis cod. civ. (“Qualora la deliberazione prevista dall’articolo 2447-ter non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società

risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato. Resta salva, tuttavia, la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito") conferma che i beni del fondo di investimento sono una porzione separata della S.G.R.; la separazione rileva solo in sede esecutiva, ma obbligata è solo la società di gestione. In particolare, per l'I.M.U., essendo essa formalmente l'intestataria dell'immobile, come sopra visto.

(Omissis) La liquidazione giudiziale, per quanto detto al rispetto al primo motivo di ricorso, non interferisce con la richiesta di pagamento alla società SGR, unica tenuta al pagamento nei limiti del patrimonio del fondo; il limite rileva solo in sede esecutiva e non al momento del contenzioso. Nessuna doppia imposizione sussiste in quanto (è pacifico) risulta solo una ammissione del credito I.M.U. al passivo della procedura concorsuale. Il debito I.M.U. risulta, come visto in precedenza, un obbligo della società di gestione e non del fondo comune di investimento (la questione dell'ammissione al passivo nella procedura concorsuale non riguarda questa controversia; infatti, con l'ammissione al passivo non può ritenersi estinta la relativa obbligazione, fino al pagamento).

(Omissis)

P.Q.M.

Rigetta il ricorso

## LA RESPONSABILITÀ DELLA SGR PER LE OBBLIGAZIONI TRIBUTARIE DEL FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO: ALLA RICERCA DELL' AUTONOMIA PATRIMONIALE PERDUTA \*

*(Sgr liability for mutual investment fund tax obligations:*

*in search of lost financial autonomy)*

**ABSTRACT:** La nota analizza la sentenza della Corte di Cassazione, Sez. Trib., 18 giugno 2025, n. 16421, che ha confermato la responsabilità della Società di Gestione del Risparmio (SGR) per il pagamento dell'IMU relativa agli immobili dei fondi comuni di investimento, escludendo che tali fondi – privi di personalità giuridica – possano essere considerati soggetti passivi dell'imposta. Si esamina criticamente il ragionamento della Corte, che riconduce la titolarità dell'obbligazione tributaria alla SGR, limitando tuttavia la responsabilità di quest'ultima al patrimonio del fondo, ma solo in sede esecutiva. Si evidenziano inoltre le incongruenze di tale impostazione rispetto al principio di separazione patrimoniale sancito dall'art. 36 TUF, nonché le aporie logiche derivanti dall'interpretazione formalistica del presupposto impositivo IMU, specie nei casi di liquidazione giudiziale del fondo. In chiave sistematica, la nota propone una rilettura del rapporto tra soggettività passiva tributaria e autonomia patrimoniale dei fondi comuni, sottolineando la necessità di un approccio coerente con i principi costituzionali di capacità contributiva e di effettività della separazione patrimoniale.

*The note analyzes the decision of the Italian Supreme Court (Corte di Cassazione, Tax Division, June 18, 2025, No. 16421), which confirmed the liability of the Asset Management Company (SGR) for the payment of the municipal property tax (IMU) related to the real estate assets of investment funds, excluding that such funds -*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*lacking legal personality - can be considered taxable entities. The note critically examines the Court's reasoning, which attributes the tax obligation to the SGR while limiting its liability to the fund's assets, but only at the enforcement stage. The author highlights the inconsistencies of this approach with the principle of asset segregation set out in Article 36 of the Italian Consolidated Law on Finance (TUF), as well as the logical contradictions resulting from a formalistic interpretation of the IMU taxable event, especially in cases of judicial liquidation of the fund. From a systemic perspective, the paper calls for a reconsideration of the relationship between tax liability and patrimonial autonomy of investment funds, stressing the need for consistency with the constitutional principles of tax capacity and the effectiveness of asset segregation.*

**SOMMARIO:** 1. Il fondo di investimento tra soggettività e autonomia patrimoniale. - 2. La specifica vicenda e il precedente della Suprema Corte in materia di IVA. - 3. Il fondo come (non) soggetto. Il (labile?) discrimen tra soggettività passiva tributaria e separazione patrimoniale. - 4. La peculiarità in ambito IMU, la difficoltà nella configurazione del presupposto impositivo e la rilettura del principio di capacità contributiva (anche) nelle imposte patrimoniali. - 5. La cartina di tornasole: le aporie logiche in caso di liquidazione giudiziale del fondo.

1. I fenomeni di *segregazione patrimoniale*, alternativi e per certi versi antitetici alle classiche forme di *entificazione* previste dall'ordinamento – generalmente di stampo societario – hanno raggiunto un livello di diffusione notevole, direttamente proporzionale al numero delle criticità ermeneutiche sollevate dall'inquadramento giuridico delle rispettive fattispecie.

Difatti, l'assenza di *personificazione* tipica di tali istituti ha costituito, da un lato, la chiave del loro successo, consentendo l'adozione di forme di investimento appurate esclusivamente sul patrimonio, senza le vischiosità connaturate alla

gestione di una (sovra)struttura di stampo *antropomorfo*;<sup>17</sup> dall'altro, è all'origine di un autentico ginepраio di contraddizioni giuridiche, inevitabili in un sistema tributario - qual è il nostro – costruito e stratificato attorno al concetto di persona/*soggetto* piuttosto che di reddito/*patrimonio*.

I fondi comuni di investimento integrano l'archetipo delle forme di separazione patrimoniale,<sup>18</sup> caratterizzati dalla presenza di un organismo - nei fondi c.d. "chiusi", la Società di gestione del risparmio - che raccoglie, appunto in un fondo, il risparmio apportato da una pluralità di soggetti ed investe nell'interesse di questi ultimi, seguendo il criterio della massima *diversificazione* al fine di ridurre il più possibile il potenziale rischio per gli investitori (c.d. quotisti).<sup>19</sup>

Dal punto di vista civilistico, la peculiarità del fenomeno consiste nella c.d. *realità*<sup>20</sup> della separazione del patrimonio del fondo rispetto a quello della SGR,

---

<sup>17</sup> L'espressione è di CASTALDI, voce *Soggettività tributaria*, in *Dizionario di diritto pubblico dir. da S. Cassese*, Milano, 2006, p. 5614.

<sup>18</sup> La natura giuridica del fondo comune di investimento quale "patrimonio separato" è stata definitivamente chiarita dalla Cass. civ. Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, in *Contratti*, 2011, p. 27 con nota di LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in cui si evidenzia come la tecnica della separazione patrimoniale sia lo strumento più funzionale all'esigenza sottesa alla costituzione del fondo, ovvero quella di destinare un patrimonio all'esclusivo *scopo* di investimento finanziario. Al contempo, tale strumento realizza la tutela dei partecipanti, garantendo che il patrimonio resti "distinto dal resto del patrimonio di quel medesimo soggetto o da eventuali altri segmenti patrimoniali ugualmente sottoposti ad analogo regime di separazione", ciò evitando ai partecipanti il rischio di vederlo intaccato da possibili azioni di terzi.

L'art. 36 T.U.F., al comma 4, stabilisce, infatti, che, "su tale patrimonio [del fondo] non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti".

Dal punto di vista della concreta gestione del fondo, ne consegue quindi che "ogni attività negoziale o processuale posta in essere nell'interesse del patrimonio separato non può, perciò, che essere espletata in nome del soggetto che di esso è titolare, pur se con l'obbligo di imputarne gli effetti a quello specifico ben distinto patrimonio" (Cass. civ. Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605).

<sup>19</sup> LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in *Contratti*, 2011, p. 31. Per un'analisi approfondita delle dinamiche che caratterizzano i rapporti tra la SGR e i fondi comuni di investimento si veda CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e impresa*, 2018, p. 665 e ss.

<sup>20</sup> Secondo FERRO LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 122, ha «rilevo reale» la destinazione del patrimonio, intesa come vincolo all'utilizzo dello stesso per uno specifico fine. L'elaborazione del concetto risale a SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, p. 27, a

ovvero, nell'impressione di un *vincolo di destinazione* sui beni oggetto della massa patrimoniale – il cui utilizzo risulterà, appunto, vincolato alla esclusiva soddisfazione di un interesse predeterminato – e nella *limitazione di responsabilità*<sup>21</sup> del soggetto gestore, titolare del patrimonio separato, che si esprime nella impossibilità per i creditori personali della SGR (o degli altri fondi) di aggredire i beni che compongono il fondo, in quanto questi ultimi costituiscono la garanzia intangibile dei creditori (c.d. *funzionali*)<sup>22</sup> del fondo medesimo.

---

proposito del nucleo di disciplina che determina la rilevanza del contratto di società per la generalità dei terzi e in particolare «la rilevanza della destinazione contrattuale dei beni e del porsi di un'azione giuridica come azione sociale (cioè non individuale), con la conseguente attivazione di regimi non coincidenti con quelli connessi all'agire dell'individuo» che sono «paradigmaticamente i regimi della responsabilità per le obbligazioni sociali».

<sup>21</sup> La responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento è informata al c.d. principio di “segregazione biunivoca” o “bilaterale”: la costituzione di un fondo comune di investimento genera masse patrimoniali distinte, ciascuna delle quali può essere aggredita unicamente dai rispettivi creditori. Il che comporta che da un lato delle obbligazioni assunte per conto del fondo risponde soltanto il patrimonio del fondo, restando escluso –in linea di principio – il patrimonio della SGR; dall'altro, il patrimonio del fondo non può essere aggredito dai creditori della SGR (o di altri fondi dalla stessa gestiti) per obbligazioni estranee allo specifico Fondo. Il fenomeno è senz'altro notevole dal punto di vista sistematico considerato che, storicamente, il beneficio della limitazione della responsabilità si è sempre accompagnato alla “garanzia” della persona giuridica, riservata alle società di capitali. Sottolinea LIPARI, *Le categorie del diritto civile*, Milano, 2013, p. 68 e ss., come nell'impostazione che si intende generalmente sottesa all'impianto del codice civile del 1942, l'individuazione del soggetto collettivo come centro di imputazione di effetti era necessariamente subordinato al momento dell'attribuzione della personalità, ottenuta all'atto del riconoscimento. La soggettività collettiva era quindi ritenuta tale solo in quanto positivamente riconosciuta dall'ordinamento, si ponesse tale qualificazione in funzione del rapporto fra individui (associazione) o del ruolo precipuo riconosciuto ad una entità patrimoniale destinata ad un fine (fondazione). La portata del principio si apprezza viepiù con riferimento alla diversa configurazione dell'autonomia patrimoniale nelle società personali, prive di personalità giuridica, rispetto alle società di capitali. Rappresentano VISENTINI - SISCA, *Soggettività e autonomia patrimoniale*, in *Trattato Società di persone*, I, Milano, 2015, p. 55, nt. 9, che secondo l'impostazione dottrinale tradizionale «quando la società è persona giuridica (società di capitali) i beni costituenti il patrimonio sociale appartengono al soggetto persona giuridica, diverso e distinto dai soci. Quando, invece, la società non è persona giuridica (società di persone), i beni costituenti il patrimonio sociale sono posti sotto la contitolarietà dei soci»; di talché «non viene dunque a recidersi (come invece accade quando il conferimento è fatto a favore di società con personalità giuridica) il rapporto o vincolo (di titolarità) che, prima del conferimento, sussisteva tra il socio conferente ed il bene da esso conferito; tale relazione originaria permane, ma anziché essere piena ed esclusiva, subisce una riduzione di misura» (Cfr. GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, p. 194 e ss.)

<sup>22</sup> Si tratta dei creditori la cui obbligazione sia sorta nel perseguitamento della *funzione* a cui è attribuito il fondo o il patrimonio separato. Pertanto, dal punto di vista della limitazione della responsabilità rispetto ai creditori, il patrimonio separato e la società di capitali sono istituti sostanzialmente fungibili in termini di regime applicabile. In tal senso, SPADA, *Persona Giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. Dir. Civ.* 2002, p. 846, secondo

Nella prospettiva eminentemente tributaria, la conformazione civilistica del fenomeno comporta principalmente - almeno - due criticità in termini di ricostruzione sistematica.<sup>23</sup>

In primo luogo, la netta divaricazione tra la titolarità *formale* del patrimonio separato e la disponibilità giuridica *sostanziale* delle manifestazioni di ricchezza correlate al medesimo patrimonio integrano senz'altro un'asimmetria sotto il profilo dell'imputazione soggettiva dell'obbligazione tributaria, in quanto il collegamento tra l'indice di forza economica e il soggetto passivo – la SGR – che l'ordinamento tributario individua quale obbligato alla corresponsione del tributo rischia di risultare eccessivamente *gracile* alla luce del disposto dell'art. 53 Cost.<sup>24</sup> Va peraltro precisato che il tema è necessariamente correlato all'assenza di una soggettività passiva autonoma del fondo e, pertanto, non si pone nel comparto delle imposte dirette. L'art. 73, comma 1, TUIR, per effetto della modifica normativa disposta dall'art. 96,

---

cui «l'equivalenza funzionale tra personalità giuridica e separazione patrimoniale è totale dal punto di vista della garanzia»

<sup>23</sup> Anche sotto il profilo civilistico, i fenomeni di separazione patrimoniale restano di difficile inquadramento, in quanto risentono della difficoltà di disciplinare unitariamente la massa patrimoniale evitando al contempo la *soggettivizzazione* del patrimonio segregato. Sul punto, FERRI, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento* in Riv. Dir. Comm., 1992, p. 3, evidenzia come la stessa dimensione concettuale di patrimonio sia di difficile collocazione sistematica, in quanto «tradicionalmente oscilla tra quella di oggetto e quella di soggetto di diritto: in entrambi i casi del patrimonio viene in considerazione il profilo statico, rispettivamente individuato in una massa di beni (tendenza oggettivistica) o in un centro di imputazione di posizioni soggettive (tendenza soggettivistica)». Il carattere *antinomico* della separazione patrimoniale è espresso con chiarezza da FERRO LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, cit., p. 122, che sottolinea come il patrimonio separato sia «un patrimonio pur sempre riferito o riferibile, imputato o da imputarsi, agganciato almeno in prospettiva ad un soggetto, ma da questo in qualche modo, in qualche misura distinto ed allontanato. E` all'evidenza una identificazione del fenomeno «al negativo», nel senso che il patrimonio è «separato da...», ma sempre in principio «imputabile a...», configurando così una situazione eccezionale, diversa dalla regola».

<sup>24</sup> In tal senso, CASTALDI, voce *Soggettività tributaria*, cit., p. 5620. Sottolinea sul punto MELIS, *I soggetti passivi* in *Lezioni di diritto tributario*, Torino, 2024, p. 201, come «l'art. 53 Cost. evidenzia un nesso diretto tra capacità contributiva e soggetto obbligato (in ragione della “loro” capacità contributiva), sicché la capacità contributiva deve riguardare il singolo contribuente» e come «il legislatore possa sì ampliare la sfera dei soggetti passivi ed imporre il prelievo anche a soggetti diversi da coloro cui è riferibile l'indice di forza economica, ma che questi ultimi devono avere la sicura possibilità di far ricadere l'onere economico sul soggetto che realizza il fatto che manifesta la capacità contributiva».

comma 1, lett. a), D.L. 1/2012, oggi include infatti espressamente nel novero dei soggetti passivi Ires gli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), di cui il fondo comune d'investimento è una specie.<sup>25</sup>

Sotto altro profilo, la limitazione della garanzia patrimoniale che caratterizza il titolare del patrimonio del fondo comune – patrimonio che, rispetto al paradigma delle società di capitali, è distinto sia dal patrimonio della SGR gestrice sia da quello dei partecipanti, così dando luogo al fenomeno della cd. *doppia separazione patrimoniale*<sup>26</sup> – crea una potenziale *defaillance* per il creditore erariale, nella misura in cui ben potrebbe accadere che la pretesa impositiva di pertinenza del fondo – nel caso che ci occupa, la pretesa IMU relativa ad un bene immobile - non trovi capienza nell'ammontare complessivo del patrimonio del fondo medesimo.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> Così SBROIAVACCA, *La soggettività passiva tributaria dei Fondi Comuni di investimento immobiliare ai fini dell'imposizione patrimoniale ed indiretta*, in *Riv. Dir. Fin.*, 2024, p. 96, nt. 9. Prima di tale modifica normativa, la soggettività passiva dei fondi di investimento (in particolare dei fondi immobiliari chiusi) era, al contrario, espressamente esclusa ai fini delle imposte sui redditi dall'art. 11, l. 14 agosto 1993, n. 344. Peraltro, un'attenta dottrina segnalava come tali disposizioni – ovvero, le norme di espressa esclusione della soggettività passiva di imposta – «non hanno funzione ricognitivo-chiarificatoria di una carenza di soggettività tributaria già *aliunde* determinata e determinabile: se non altro, per ciò che l'esclusione di soggettività dà predicata ha sempre riguardo ad un preciso settore impositivo; talché l'astratta idoneità all'imputazione dell'obbligazione tributaria dei referenti di siffatte disposizioni non risulta, in via di principio di fatto pregiudicata: anzi, ragionando a contrario, ne esce semmai confermata» (così CASTALDI, voce *Soggettività tributaria*, *cit.*, p. 5618).

<sup>26</sup> LUONI - CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e prelazione – la natura del fondo comune di investimento alla prova della clausola di prelazione*, in *Giur. It.*, 2017, 7, p. 1637.

<sup>27</sup> È l'effetto della segregazione patrimoniale c.d. *bilaterale*, o *biunivoca*, il cui fondamento normativo è rinvenibile (per gli organismi di investimento collettivo del risparmio “OICR”) nell'attuale comma 4° (ex comma 6°) dell'art. 36 del T.U.F. Secondo la ricostruzione di BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2645 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36 comma 6° del TUF: quale modello di segregazione patrimoniale?* in *Riv. Dir. Civ.*, 2012, 563 «la dottrina nell'interpretare complessivamente la norma contenuta nel vigente art. 36 del T.U.F. ritiene che, con la modifica del 2010, si sia voluto sancire espressamente — con riguardo ai fondi comuni di investimento — un regime di segregazione patrimoniale bilaterale, regime peraltro già ricavabile in via implicita dal sistema anche precedentemente, con la conseguenza che il creditore «del fondo», in caso di incipienza di quest'ultimo, non potrebbe per ciò solo aggredire il patrimonio generale del gestore». TROIANO, *Commento sub art. 36 e 37*, in *Testo unico della finanza*, a cura di FRATINI - GASPARRI, I, Torino, 2012, 568 ss., segnala tuttavia come dal tenore letterale della disposizione la limitazione di responsabilità dovrebbe operare solo con riferimento alle obbligazioni “assunte per conto del fondo”, il che potrebbe portare a ritenere che sussista una responsabilità diretta della società di gestione per tutte le obbligazioni assunte dal gestore “in occasione della gestione” del fondo ma tecnicamente non “per conto” di questo.

Tale secondo aspetto – pur concettualmente *contiguo* al tema della eventuale (e sinora, sempre negata) *soggettività* del fondo – è in realtà logicamente autonomo e distinto dalla prima questione, in quanto non involge il momento *genetico – rectius*: la riferibilità soggettiva - dell’obbligazione tributaria, ma esclusivamente la fase *attuativa* dell’obbligazione già sorta, ovvero, la effettiva opponibilità al creditore erariale della limitazione di *responsabilità* che l’ordinamento riconosce al soggetto *formalmente* titolare del patrimonio separato quale precipitato del principio di separazione patrimoniale.<sup>28</sup>

La sensazione, come si illustrerà, è che la giurisprudenza di legittimità tenda ad *ibridare* i due piani: quello della (carenza di) *soggettività* del fondo, intesa come astratta idoneità a costituire autonomo centro d’imputazione di rapporti giuridici, e quello della *separazione* patrimoniale, che attiene invece al regime di responsabilità (della SGR) per le obbligazioni tributarie riferite al patrimonio del fondo.

Una commistione, quest’ultima, che finisce per qualificare l’autonomia patrimoniale esclusivamente come un attributo del *soggetto* di diritto civile, svilendo di fatto il concetto di *realità* delle forme di separazione patrimoniale ed ampliando notevolmente l’ambito di potenziale responsabilità del soggetto gestore.

2. La vicenda processuale da cui origina la Sentenza in commento ha ad oggetto il caso – tutt’altro che infrequente nella prassi operativa – di una pretesa tributaria a titolo di IMU notificata nei confronti di una SGR e relativa ad immobili di pertinenza di un fondo dalla stessa gestito; con l’ulteriore precisazione che, al momento della notifica degli avvisi di accertamento, il fondo non era più gestito dalla

---

<sup>28</sup> Sul punto, si veda la chiara sintesi di CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, cit., p. 669, che rappresenta come «nel dibattito dottrinale, una volta esclusa la personalità giuridica del Fondo, l’attenzione è stata rivolta alla separazione patrimoniale, quale elemento strutturale che caratterizza gli OICR (i quali non assumono la forma societaria). Più in particolare, rileva la tesi secondo cui detta separazione opera in una duplice direzione: a) verticale, con riferimento alla possibilità che Fondi diversi siano istituiti e gestiti dal medesimo intermediario; b) orizzontale, con riguardo ai rapporti giuridici e finanziari (relativi all’attuazione delle politiche di gestione del Fondo) distinti da quelli relativi alla posizione giuridica soggettiva della Sgr o del depositario».

SGR ma risultava assoggettato alla procedura di liquidazione giudiziale conseguente al conclamato stato di insolvenza del fondo stesso.<sup>29</sup>

La SGR impugnava gli avvisi di accertamento eccependo che, dal punto di vista generale e sistematico, la disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare risultante dall'art. 36 del TUF e del D.L. 351/2001 esclude che la SGR possa essere chiamata a rispondere con il *proprio* patrimonio personale di eventuali passività fiscali di pertinenza di un fondo, in quanto il comma 4 del citato articolo dispone espressamente che «*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*». Nel caso di specie, il debito tributario oggetto degli avvisi di accertamento costituiva infatti una passività (a titolo di IMU) correlata insindibilmente ad un bene immobile ascritto al patrimonio del fondo, e, pertanto, nella ricostruzione del ricorrente la relativa obbligazione tributaria avrebbe dovuto essere inevitabilmente riferibile al (solo) fondo,<sup>30</sup> in ossequio al principio di separazione patrimoniale.

Sotto altro profilo, la Ricorrente evidenziava come la pretesa dell'Ente impositore fosse viepiù illegittima in quanto – trattandosi di pretesa ascrivibile

---

<sup>29</sup> I presupposti per l'avvio della liquidazione giudiziale dei fondi comuni di investimento sono stabiliti dall'art. 57 comma 6-bis del T.U.F. a mente del quale “*Qualora le attività del fondo o del comparto non consentano di soddisfare le obbligazioni dello stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata, uno o più creditori o la SGR possono chiedere la liquidazione del fondo al tribunale del luogo in cui la SGR ha la sede legale*”. La medesima disposizione individua le modalità dello svolgimento della procedura concorsuale richiamando il comma 3-bis del medesimo articolo – che disciplina la procedura di liquidazione coatta amministrativa di una società di gestione del risparmio – attraverso il richiamo di specifiche norme appartenenti al D. Lgs. 385/1993 (“T.U.B.”). Trattandosi di procedura concorsuale, dal momento dell'apertura della procedura i creditori del fondo non possono procedere in autonomia per ottenere il soddisfacimento del proprio credito ma debbono ottenere la previa ammissione del proprio credito allo stato passivo che – una volta depositato dal liquidatore – consente ai creditori ammessi di partecipare al riparto del ricavato della liquidazione, secondo l'ordine stabilito dalle eventuali cause di prelazione prestabilite *ex lege*.

<sup>30</sup> Un ulteriore elemento di complessità attiene alle formalità necessarie a rendere opponibile ai terzi l'attribuzione di bene immobile ad un fondo immobiliare, stante la carenza di soggettività del fondo. La questione ha costituito oggetto dello Studio del Consiglio nazionale del notariato n. 90-2012, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, secondo cui, in base all'impostazione accolta da Cass. civ. Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, cit., la soluzione più coerente sarebbe quella effettuare la trascrizione a favore della SGR - unico soggetto di diritto che può quindi assumere la qualità di “Parte” ai fini delle formalità immobiliari - integrandola con l'annotazione del vincolo a favore del fondo nel quadro D.

esclusivamente al fondo (e non anche alla SGR *in proprio*) – essa avrebbe dovuto essere soddisfatta esclusivamente attingendo al patrimonio del fondo stesso ai sensi dell’art. 36, comma 4, del T.U.F.: il che, nel caso di specie, risultava impossibile, posto che, per effetto dell’avvio della procedura concorsuale, la SGR non aveva più alcun potere di gestione del fondo (*rectius*: del patrimonio autonomo che costituisce il fondo) né alcuna titolarità del bene immobile cui si riferiva il tributo IMU oggetto degli avvisi di accertamento.<sup>31</sup>

La tesi sostenuta dal Comune resistente si fondava invece sul prevalente orientamento giurisprudenziale di legittimità che, traslando nel contesto tributario i principi cristallizzati in ambito civilistico della Corte di cassazione con la nota pronuncia n. 16605 del 2010,<sup>32</sup> afferma che i fondi comuni d’investimento immobiliare non sono soggetti passivi ai fini dell’imposta municipale gravante sugli immobili che ne fanno parte, in quanto tali fondi sono privi di una soggettività giuridica autonoma e costituiscono meri patrimoni separati della società di gestione del risparmio, sulla quale grava l’obbligo di pagamento dell’IMU.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Nel giudizio di merito, introdotto quando il fondo era ancora *in bonis*, emerge infatti come la SGR avesse formulato in via preliminare istanza affiché il Giudice riconoscesse la sopravvenuta carenza di legittimazione processuale della SGR e, conseguentemente, ne disponesse l’estromissione dal giudizio e la prosecuzione dello stesso da parte del Liquidatore del fondo, quale unico soggetto effettivo titolare della capacità di coltivare il giudizio per conto del fondo.

<sup>32</sup> Si veda nt. 3. Nello stesso senso Cass. 8 maggio 2019, n. 12062, in *Banca borsa tit.*, 2020, p. 733 con nota di D’AIELLO, *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali*.

<sup>33</sup> Così Cass. sez. trib., 09 marzo 2023, n. 7116, in *Gius. civ. mass.*, 2023. In senso conforme si veda Cass. sez. trib., 10 dicembre 2020, n. 29888, in *Nuova giur. civ.*, 2021, p. 219, con nota di VERÌ, *I confini della separazione patrimoniale nella gestione dei fondi comuni di investimento*; da segnalare anche Cass. Civ., Sez. V, Ord. 12 ottobre 2023 n. 28525, in *Banca Dati Dejure*, ove si richiama l’orientamento che nega soggettività giuridica ai fondi comuni di investimento immobiliare salvo precisare che esso non si applica ai fondi previdenziali costituiti nell’ambito della previsione dell’art. 2117 c.c. i quali - ove non abbiano ottenuto il riconoscimento della personalità giuridica - sono assoggettati alla disciplina comune dettata per le associazioni non riconosciute e, pertanto, costituiscono a tutti gli effetti soggetti giuridici, ancorché privi di personalità, che costituiscono centri di imputazione di rapporti giuridici con altri soggetti dell’ordinamento. Chiarisce infatti la Suprema Corte che «[n]on estensibile alla fattispecie in esame, per la sostanziale difformità dei presupposti giuridici, è, infine, il principio enunciato con riferimento ai fondi comuni d’investimento (in particolare, ai fondi immobiliari chiusi), disciplinati dal D.Lgs. n. 58 del 1998 e succ. mod., a tenore del quale gli stessi non sono soggetti passivi dell’imposta municipale gravante sugli immobili che ne

Tali conclusioni non sarebbero peraltro scalfite dalla circostanza che il fondo fosse stato posto in liquidazione, in quanto la stessa Corte di cassazione ha riconosciuto che ciò che rileva, ai fini della genesi dell'obbligazione tributaria, è che la SGR fosse tenuta alla gestione del fondo nell'anno a cui si riferisce l'imposizione, non rilevando a tal fine eventuali mutamenti sopravvenuti incidenti sulla legittimazione.<sup>34</sup>

Vale peraltro osservare che l'orientamento di legittimità valorizzato dal Comune, per quanto *robusto*, era stato di recente *affievolito* da un precedente in materia di IVA in cui la Suprema Corte aveva dovuto affrontare la questione se una SGR, nella sua qualità di soggetto gestore, potesse essere qualificata debitore di IVA ai sensi dell'art. 17, del D.P.R. n. 633 del 1972 con riferimento ai debiti tributari facenti capo al fondo; fondo che, peraltro, anche in tale occasione risultava assoggettato alla procedura di liquidazione giudiziale e, in quanto tale, non era più soggetto al potere di gestione della SGR cui era stata notificata la pretesa impositiva.

La decisione della Corte in materia IVA aveva – inopinatamente – *deviato* dai principi sino ad allora espressi (ai fini IMU).

Sotto il profilo generale, la Corte di cassazione ribadiva l'orientamento consolidato secondo cui la soggettività attiva e passiva, anche tributaria, spetta alla SGR che gestisce il fondo. Tuttavia – argomentando anche sulla base dell'art. 8 del D.I. 351/2001, a mente del quale «[l]a società di gestione è soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto per le cessioni di beni e le prestazioni di servizi

---

fanno parte, in quanto detti fondi sono privi di un'autonoma soggettività giuridica e costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio, la quale è tenuta al pagamento dell'IMU».

<sup>34</sup> Cfr. Cass. sez. trib., 09 marzo 2023, n. 7116, cit.. In senso critico SBROIAVACCA, *La soggettività passiva tributaria dei Fondi Comuni di investimento immobiliare ai fini dell'imposizione patrimoniale ed indiretta*, cit., p. 98, segnala che le conclusioni della Suprema Corte non tengono in alcun conto la circostanza che, essendo il Fondo sottoposto a liquidazione giudiziale, sotto il controllo e la gestione esclusiva del commissario liquidatore, la Sgr non aveva alcuna materiale possibilità di impiegare le risorse patrimoniali del fondo per il soddisfacimento della pretesa fiscale. Il che determinerebbe una «palese violazione del principio di separatezza patrimoniale di cui all'art. 36, comma 6[4], Tuf ed anche del principio di capacità contributiva».

*relative alle operazioni dei fondi immobiliari da essa istituiti»* - precisava che «la SGR è il soggetto passivo dell’imposta sotto il profilo meramente formale, mentre sotto il profilo sostanziale a rispondere dell’imposta è il fondo comune con il proprio patrimonio autonomo, distinto da quello di SGR». Pertanto, «ne consegue che la SGR può essere oggetto di accertamenti tributari che riguardano le attività del fondo, in quanto le stesse devono essere rivolte necessariamente nei suoi confronti, ma non risponde delle eventuali pretese dell’Amministrazione finanziaria con il proprio patrimonio, ma unicamente nei limiti del patrimonio del fondo, trattandosi di un patrimonio separato. In altri termini, in caso di dichiarazioni erronee o infedeli rilasciate dalla SGR, risponde sempre e comunque il patrimonio del fondo; il quale potrà poi rivalersi nei confronti della SGR sulla base del rapporto di mandato».<sup>35</sup>

Con specifico riferimento al caso in cui si verifica la liquidazione del fondo comune, «la SGR può opporre all’Amministrazione finanziaria l’intervenuta cessazione del rapporto e la liquidazione del fondo comune ed AE non può soddisfarsi sul patrimonio dell’ente di gestione»; da qui l’affermazione del principio di diritto secondo cui «*In caso di estinzione di un fondo comune di investimento, non è configurabile una diretta responsabilità della società di gestione del risparmio che ha amministrato detto fondo con riferimento al mancato pagamento dell’IVA, salvo che AE non faccia valere un autonomo titolo di responsabilità. Ne consegue che la SGR*

---

<sup>35</sup> Così Cass. trib. 12 giugno 2024, n. 16285 in *Rass. Trib*, 2024, 658, con nota di CANÈ, *La società di gestione non risponde del debito IVA per operazioni relative al fondo*, e in *Corr. Trib.* 2024, 925, con nota di MILANESE - BAGNOLI, *Esclusa ai fini IVA la commistione tra patrimoni di SGR e fondi: autonomia patrimoniale perfetta*. La Corte di cassazione argomenta la propria posizione evidenziando che la SGR – come espressamente stabilito dall’art. 8 del D. L. 351/2001 – è il soggetto che amministra il fondo, provvede alla redazione delle dichiarazioni IVA e all’effettuazione dei pagamenti, nonché alla tenuta della contabilità, tenendo separate attività e passività del fondo comune, ma è quest’ultimo che *risponde* delle obbligazioni tributarie, a esso riferibili, unicamente con il proprio patrimonio. Evidenzia CANÈ, *La società di gestione non risponde del debito IVA per operazioni relative al fondo*, cit., p. 666, che tale sentenza non smentisce i precedenti di legittimità in materia di (non) soggettività del fondo ma si caratterizza per una «più centrata prospettazione della questione di diritto» che le consente di distinguere il profilo della responsabilità e di ribadire il principio tal per cui le deroghe al regime generale della responsabilità patrimoniale valgono anche per le obbligazioni tributarie.

*non risponde con il proprio patrimonio, in via sussidiaria o solidale, degli eventuali debiti IVA gravanti sul fondo comune estinto dalla stessa amministrato».*<sup>36</sup>

Con il precedente n. 16285 del 2024 la Suprema Corte aveva quindi affermato l'impossibilità di configurare una responsabilità *diretta* della SGR per le obbligazioni del fondo, attribuendo all'art. 36 comma 4 del TUF efficacia *erga omnes*. Dal che derivava che l'intervenuta cessazione del rapporto di gestione – con conseguente sopravvenuta *indisponibilità* del patrimonio del fondo - costituiva circostanza idonea ad essere eccepita dalla SGR sin dal giudizio (di merito) finalizzato ad annullare l'avviso di accertamento.

L'iter argomentativo della pronuncia del 2024 in materia IVA aveva quindi delineato con particolare nitore la distinzione tra il piano della soggettività passiva (formale) della SGR, destinataria degli atti impositivi riguardanti il fondo, e il (diverso) profilo della *responsabilità* patrimoniale del fondo per l'adempimento dell'obbligazione tributaria di sua pertinenza. Il che aveva ingenerato l'interrogativo se il principio espresso in tale occasione potesse assumere portata generale, estensibile come tale anche ad altri compatti impositivi.<sup>37</sup>

La sentenza in commento costituisce pertanto un momento di particolare interesse in termini sistematici, in quanto si tratta della prima occasione in cui i giudici di legittimità affrontano nuovamente il tema della responsabilità per il pagamento dell'IMU riferibile ad un fondo comune di investimento – tema già delibato con la citata sentenza n. 7116 del 2023 ma – dopo il *décalage* affermato in materia IVA nel

---

<sup>36</sup> Così Cass. trib. 12 giugno 2024, n. 16285 cit.

<sup>37</sup> In tal senso MILANESE - BAGNOLI, *Esclusa ai fini IVA la commistione tra patrimoni di SGR e fondi: autonomia patrimoniale perfetta*, cit., 927, i quali ritengono «che una soluzione analoga dovrebbe essere adottata anche ai fini dell'IMU e, prima ancora, dell'ICI. Pur mancando in tale contesto riferimenti normativi che individuino il soggetto passivo d'imposta, in base all'autonomia patrimoniale dei fondi sancita dal T.U.F. e valorizzata dalla sentenza in commento [Cass. n. 16285 del 12 giugno 2024], è possibile distinguere tra intestazione degli immobili in senso formale, riconducibile alla SGR, e proprietà dei beni in senso sostanziale, sussistente in capo al fondo. La SGR andrebbe anche in tale contesto qualificata come semplice destinataria degli atti amministrativi di recupero del tributo, mentre il fondo risulterebbe essere il vero debitore d'imposta sul piano sostanziale».

2024 e, potenzialmente, mutuabile anche con riferimento ad altri tributi indiretti.

Ebbene, la decisione della Suprema Corte si pone in primo luogo in dichiarata discontinuità con il precedente in materia IVA, affermando che «La decisione di questa Corte, Sez. 5, 12/06/2024, n. 16285, Rv. 671514 - 01, non sposta il termine del problema in quanto la stessa espressamente riguarda solo l'IVA e non anche tributi locali».<sup>38</sup>

In linea generale, la premessa del ragionamento della Suprema Corte sembrerebbe sempre la medesima, ovvero, che il fondo non ha personalità giuridica e che pertanto il soggetto che risponde dell'obbligazione tributaria non può che essere la SGR «*nei limiti del patrimonio del fondo*».

Tuttavia, dal principio - condiviso con la pronuncia del 2024 in materia di IVA - della carenza di soggettività del fondo, la sentenza trae conclusioni radicalmente differenti in punto di *responsabilità* della SGR.

Se infatti quest'ultima, a mente dell'art. 36 comma 4 TUF, risponde delle obbligazioni riferibili al fondo nei limiti del patrimonio del fondo, la Suprema Corte precisa che «*il limite rileva solo in sede esecutiva e non al momento del contenzioso*»<sup>39</sup> e, pertanto, la SGR resta l'unico responsabile nei confronti dell'ente impositore fino a che non dimostrì, in sede di esecuzione forzata della pretesa, quel «*superamento dei limiti del patrimonio del fondo* [che] potrebbe giustificare una impossibilità di adempiere».

Dal che deriva che l'ulteriore elemento dello stato di liquidazione giudiziale del fondo «non interferisce con la richiesta di pagamento della Società SGR, unica tenuta al pagamento nei limiti del patrimonio del fondo».<sup>40</sup>

In altri termini, l'unica modalità per la SGR di liberarsi della responsabilità per le obbligazioni tributarie consiste nel dimostrare, in sede di opposizione

---

<sup>38</sup> Cfr. Cass. 18 giugno 2025, n. 16421. Sul punto, la Suprema Corte argomenta che «il presupposto dell'IVA e dell'IMU sono all'evidenza completamente diversi, rilevando - per la prima - la cessione di beni o la prestazione di un servizio e - per la seconda - la realtà del possesso, vertendosi di imposta di natura patrimoniale».

<sup>39</sup> Cfr. Cass. 18 giugno 2025, n. 16421.

<sup>40</sup> Cfr. Cass. 18 giugno 2025, n. 16421.

all'esecuzione avviata dal creditore, che il patrimonio del fondo era incapiente negli anni oggetto della pretesa tributaria,<sup>41</sup> non essendo quindi rilevante la sopravvenuta indisponibilità del patrimonio del fondo in capo alla SGR.

Infine, con specifico riferimento al comparto dell'IMU, la Sentenza afferma che la mera intestazione formale degli immobili alla SGR costituisce condizione sufficiente a identificarla quale debitore dell'imposta, in quanto «È la società di gestione, (...) che risponde dell'obbligazione (peraltro è intestataria degli immobili e questo già sarebbe sufficiente per l'I.M.U.) e non il fondo che non ha personalità giuridica».

Conclusioni, quelle cui addivengono i giudici di legittimità, che destano più di una perplessità nella misura in cui, in primo luogo, riesumano l'imperituro dogma dell'assenza di *soggettività* giuridica (tributaria e non) del fondo per corroborare le proprie affermazioni in punto di (esclusione di) *responsabilità* patrimoniale del fondo medesimo.

Sotto altro profilo, finiscono per configurare una responsabilità *diretta* della SGR per le obbligazioni del fondo, nella misura in cui la condizione di incapienza del patrimonio separato ex art. 36 comma 4 TUF può essere eccepita solo successivamente all'avvio dell'esecuzione forzata e va dimostrata con riferimento alle annualità cui si riferisce il debito tributario – non al momento, successivo, in cui l'ente impositore notifica la pretesa impositiva–.

Infine, le argomentazioni svolte con riferimento al presupposto impositivo IMU sembrano rivelare un inquadramento estremamente formalistico delle imposte di natura patrimoniale e finiscono così per dare vita ad una sorta di *soggettività* passiva *asimmetrica* (se non proprio *schizofrenica*) del fondo che non pare però trovare alcun genere di appiglio nell'addentellato normativo.

---

<sup>41</sup> La Suprema Corte afferma infatti che i limiti del patrimonio del fondo «nel caso in giudizio non sono stati prospettati quale impedimento all'adempimento dell'obbligazione tributaria per gli anni in oggetto (antecedenti, peraltro, alla messa in liquidazione del fondo)» Cfr. Cass. 18 giugno 2025, n. 16421.

3. L'iter argomentativo della pronuncia in commento enfatizza ripetutamente il principio tal per cui i fondi comuni di investimento «sono privi di un'autonoma soggettività giuridica» e «non sono soggetti passivi dell'imposta municipale gravante sugli immobili che ne fanno parte»; assunto da cui deriverebbe «come logica conseguenza» che solo la società di gestione è tenuta al pagamento dell'IMU.<sup>42</sup>

Non è questa la sede più opportuna per approfondire il tema dell'eventuale configurabilità di una soggettività passiva tributaria dei Fondi comuni di investimento. Affrontare adeguatamente l'argomento richiederebbe l'analisi di numerose implicazioni, tra cui il tema dell'evoluzione del rapporto – oggetto di ampio dibattito in dottrina – tra la nozione di soggettività passiva tributaria e soggettività giuridica civilistica e se tale rapporto debba configurarsi in termini di reciproca autonomia, ovvero di dipendenza della prima dalla seconda nozione.<sup>43</sup>

Volendo semplicemente fornire qualche rapido cenno sul punto, assunta la innegabile divergenza tra le esigenze sottese al diritto civile e al diritto tributario,<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Così Cass. 18 giugno 2025, n. 16421.

<sup>43</sup> Affermano l'autonomia della soggettività tributaria da quella civilistica, GIANNINI, *I concetti fondamentali del diritto tributario*, Torino, 1956, p.83; ID., *Istituzioni di diritto tributario*, Milano, 1972, p. 110, in cui si legge che «l'estensione della capacità giuridica trova la sua ragion d'essere e la sua giustificazione nello scopo o di allargare l'ambito di applicazione del tributo, o di rendere più facile e pronto l'accertamento, mediante l'attribuzione della personalità giuridica a determinate situazioni di fatto, il cui sostrato economico si ritiene utile sottoporre al tributo come un oggetto unico e distinto da altri oggetti»; VANONI, *Note introduttive allo studio della capacità degli enti morali nel diritto tributario*, in *Opere giuridiche*, Milano, 1961, I, p. 425; MICHELI, *Soggettività tributaria e categorie civilistiche*, in *Opere minori di diritto tributario*, Milano, 1982, p. 431. Nel senso della dipendenza della soggettività passiva tributaria da quella civilistica, NUZZO, *Questioni in tema di tassazione di enti non economici*, in *Rass. Trib.*, 1985, I, p. 137; POTITO, *Soggetto passivo d'imposta*, in Enc. dir., XLII, Milano, 1990, p. 1241; FALSITTA, *Manuale di diritto tributario*, Padova, 2003, p. 263. In una prospettiva intermedia si segnala anche la posizione di GALLO, *Soggettività tributaria nel pensiero di G.A. Micheli*, in *Rass. Trib.*, 2009, p. 615, che la possibilità di costruire una speciale soggettività tributaria «dipende dalla maggiore o minore ampiezza che si intende dare alla nozione di soggettività di diritto comune: più questa è flessibile, ampia e comprensiva dei possibili, svariati centri di imputazione e meno si pone l'esigenza di individuare una soggettività tributaria disgiunta; e più la soglia minima della soggettività di diritto comune si abbassa più si riducono gli spazi che giustificherebbero la creazione di una speciale soggettività tributaria divergente da quella di diritto comune».

<sup>44</sup> La soggettività civilistica – e per essa la capacità giuridica - risponde alla necessità di assicurare una unitaria imputazione di rapporti, in un'ottica, principalmente, di tutela dei terzi nel corretto

una prima posizione dottrinale ritiene che tra soggettività giuridica e soggettività tributaria non vi sia un rapporto biunivoco – e che l’area dei soggetti di diritto civile possa quindi divergere da quella dei soggetti di diritto tributario – in quanto l’autonomia del legislatore tributario in sede di individuazione degli indici di capacità contributiva da assoggettare a tassazione consentirebbe di rilevare la sussistenza di materia imponibile anche in capo ad entità che non siano qualificate come *soggetti nel diritto civile*.<sup>45</sup>

La tesi opposta ritiene invece che sia impossibile configurare un debitore d’imposta che non sia, a monte, già dotato di capacità giuridica di diritto comune,<sup>46</sup> e ciò in quanto le obbligazioni tributarie debbono necessariamente colpire soggetti che siano *titolari* delle entità economiche attinte dal tributo o, comunque, soggetti cui siano riferibili atti o attività giuridicamente rilevanti, idonee ad integrare il presupposto impositivo; il che sarebbe viepiù confermato, secondo tale orientamento, dall’osservazione che solo la capacità giuridica di diritto comune consentirebbe al soggetto di avere la disponibilità dei mezzi finanziari necessaria ad

---

svolgimento dell’autonomia negoziale; la soggettività tributaria, invece, è finalizzata a realizzare una unitaria imputazione del reddito: tendenza che risulta pienamente coerente con l’intrinseca ratio della normativa tributaria, ovvero, lo scopo di ottimizzare le modalità di rilevazione dell’imponibile e di semplificare il relativo prelievo fiscale. In tal senso CASTALDI, voce *Soggettività tributaria*, in *Dizionario di diritto pubblico* dir. da S. Cassese, Milano, 2006, p. 5614. Nello stesso senso anche GIOVANNINI, *Soggettività tributaria e fattispecie impositiva*, Padova 1986, p. 165, che afferma come «Nella prospettiva del legislatore fiscale poco importa che i centri cui ineriscono le diverse situazioni giuridiche siano forniti o meno di personalità, essendo sufficiente che ad essi sia riportabile la capacità alla contribuzione, ovvero che si atteggino, rispetto al presupposto, come centri di aggregazione o di produzione degli stessi fatti suscettibili di tassazione».

<sup>45</sup> Così SBROI AVACCA, *La soggettività passiva tributaria dei Fondi Comuni di investimento immobiliare ai fini dell’imposizione patrimoniale ed indiretta*, cit., p. 100. Per una panoramica degli Autori che sostengono l’autonomia della soggettività tributaria da quella civilistica si veda la nt. 25.

<sup>46</sup> Si veda in particolare MELIS, *I soggetti passivi*, cit., p. 207, che evidenzia come la definizione di soggettività passiva delineata dall’art. 73 TUIR individua degli indici - quali l’*autonomia* del soggetto *l’imputazione unitaria* ad esso di *effetti giuridici patrimoniali* – che manifestano «la volontà del legislatore tributario di non discostarsi in sede definitoria dalla soggettività civilistica, bensì al contrario di recepirne quei tratti qualificanti individuati dalla dottrina civilistica». Nel medesimo senso anche RUSSO, *Manuale di diritto tributario*, Milano, 2002, p. 190. Ritiene che la concezione di una capacità tributaria speciale risulti ad oggi superata in favore di una riconduzione della capacità tributaria a quella di diritto comune anche BALLANCIN, *Riflessioni sull’acquisita soggettività tributaria degli OICR*, in *Dir. Part. Trib. Int.*, 2013, p. 725 e ss.

adempiere l'obbligazione tributaria.<sup>47</sup>

Premesso questo rapido inquadramento, ritengo che l'assenza di soggettività civilistica e/o tributaria del fondo in un determinato sistema impositivo – nel caso di specie, in ambito IMU – sia un elemento di per sé irrilevante ai fini della questione di diritto oggetto del giudizio di legittimità.

Un conto è, infatti, affermare la soggettività passiva tributaria del fondo comune di investimento, ovvero – nell'accezione più generale – la responsabilità verso l'ente creditore di adempimenti a rilevanza tributaria, siano essi di natura sostanziale che meramente formale;<sup>48</sup> altro è riconoscerne (o negarne) la *separazione* patrimoniale, nel senso di una separazione che sia effettivamente *opponibile* al creditore erariale che agisca nei confronti della SGR per ottenere l'adempimento dell'obbligazione tributaria di pertinenza del fondo.

Le previsioni del T.U.F. (art. 36 e ss.) che regolano i fondi comuni di investimento li definiscono infatti quali *patrimoni autonomi*<sup>49</sup> – ovvero, masse patrimoniali *distinte* e costituite ciascuna da un complesso di elementi *attivi* e *passivi* – a cui risulta attribuita una *rilevanza esterna*, evincibile:

- in primo luogo, dal comma 4 dell'art. 36 T.U.F., a mente del quale la Società di gestione del risparmio *risponde* delle obbligazioni contratte per conto del fondo

---

<sup>47</sup> Così, FALSITTA, *Manuale di diritto tributario. Parte generale*, Milano, 2012, p. 266, il quale ritiene che solo i soggetti cui è ascrivibile la titolarità di beni assoggettabili ad esecuzione possono rispondere del pagamento del debito di imposta e, quindi, essere soggetti passivi dell'obbligazione tributaria.

<sup>48</sup> Tale accezione si distingue da quella, più specifica, di soggetto passivo inteso quale «soggetto nei cui confronti si verifica la fattispecie tributaria in senso stretto». Così MICHELI, *Soggettività tributaria*, cit., pp. 435-436, che evidenzia come la soggettività tributaria sia un concetto funzionale al perseguitimento di determinate finalità, il che consente di declinarne significati differenti. Il legislatore tributario può quindi considerare in modo differente i medesimi soggetti a seconda delle finalità perseguiti. Sul punto, si veda il commento di PEVERINI, *Soggettività e capacità contributiva nel consolidato nazionale*, in *Problemi attuali di diritto tributario*, collana diretta da F. Gallo, Milano, 2017, p. 178.

<sup>49</sup> Si tratta di patrimoni autonomi rispetto ai quali la SGR che li amministra - avendoli a suo tempo istituiti ovvero essendo subentrata nella gestione - riveste il ruolo di mero *gestore* agendo «nell'interesse dei partecipanti al fondo [i c.d. quotisti], assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario» (art. 36 comma 3 del T.U.F.).

*“esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo”*: disposizione che, contrariamente all’interpretazione data dalla Suprema Corte, sembra fissare un limite che attiene all’oggetto stesso dell’obbligazione, non solo al profilo della *escutibilità* della relativa pretesa;

- dal comma 3 dell’art. 36 T.U.F. che impone alla SGR di gestire il fondo sempre ed esclusivamente *“in modo indipendente e nell’interesse dei quotisti”*<sup>50</sup> (una regola che rende quanto mai esplicito come una SGR, nel proprio ruolo di gestore di un fondo comune di investimento, non *amministri* mezzi e relazioni – per così dire – *propri* ma al contrario gestisca beni e rapporti di legge e negoziali nell’interesse dei *quotisti* e quindi interessi *altrui* con conseguente inevitabile *separazione* del *proprio patrimonio individuale* da quello *gestito nell’interesse dei quotisti*); e
- dal comma 6-bis dell’art. 57 del T.U.F., che prevede la possibilità che il singolo fondo sia ammesso a procedura concorsuale – e, quindi, prosegua e termini la propria *vita/funzione* – in maniera del tutto indipendente dalle sorti della SGR che sino a quel momento ne ha avuto la gestione (ed il cui patrimonio non viene interessato in alcun modo dalla procedura concorsuale concernente il fondo); nonché
- dal comma 3-bis, cui rinvia il comma 6-bis dell’art. 57 del T.U.F., che esclude in radice la possibilità di qualsiasi attribuzione alla Società di gestione degli eventuali residui attivi della liquidazione dei fondi: dei residui che sono destinati ai partecipanti ai singoli fondi *“in misura proporzionale alle rispettive quote di partecipazione”*.

Dalle disposizioni normative richiamate emerge quindi che la SGR *amministra* il fondo, lo *rappresenta* da un punto di vista legale e in tal senso è il soggetto a cui

---

<sup>50</sup> Secondo SBROIAVACCA, *La soggettività passiva tributaria dei Fondi Comuni di investimento immobiliare ai fini dell’imposizione patrimoniale ed indiretta*, cit., p. 98, la SGR «può essere inquadrata alla stregua di un amministratore delle società di capitali: quando agisce per conto del fondo, essa opera in una modalità funzionale alla destinazione che è stata impressa sui beni del fondo, come un rappresentante *ex lege*».

appartiene la soggettività passiva nella cura degli adempimenti di legge e negoziali, ma il *patrimonio* del medesimo fondo – inteso come coacervo delle obbligazioni attive e passive ad esso riconducibili – resta nettamente distinto sia dal patrimonio personale della SGR sia dal patrimonio degli altri fondi gestiti dalla stessa SGR.<sup>51</sup>

Il patrimonio del fondo e quello della SGR si pongono quindi in termini di reciproca separatezza ed autonomia e ciò per espressa previsione normativa; né, in caso di eventuale incapienza del patrimonio del primo (vale a dire il fondo), è prevista una qualche forma di responsabilità sussidiaria della seconda (ossia della SGR che gestisce il fondo) o degli altri fondi dalla medesima gestiti.<sup>52</sup>

Affermare – come afferma la Suprema Corte - che la SGR debba rispondere per il debito IMU del fondo per il solo fatto che quest'ultimo è privo di soggettività giuridica, oltre a comportare di fatto un'obliterazione del principio cardine della disciplina del T.U.F. che sancisce l'autonomia patrimoniale dei fondi comuni di investimento, implica l'ineluttabile conclusione che, ai fini tributari, la SGR *coincide* con il fondo e risulta quindi inevitabilmente esposta a responsabilità con il proprio patrimonio personale oltre i limiti del patrimonio del fondo – essendo tale limite, di fatto *inconsistente* ai fini tributari.<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> La peculiare natura del fenomeno normativo dell'autonomia e separazione di un fondo comune di investimento dal patrimonio della società di gestione del risparmio è ben colta anche dalla stessa Corte di Cassazione, secondo la quale - nella misura in cui l'ordinamento non ammette l'esistenza di un patrimonio privo di titolare - «la soluzione che meglio risponde alle esigenze sottese alla costituzione dei fondi comuni d'investimento e che trova più solidi agganci nella relativa disciplina resta quella che ravvisa nel fondo un patrimonio separato. La separazione, unitamente alle specifiche disposizioni menzionate, garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, i quali sono titolari di un interesse sostanziale all'utilità economica derivante dai beni di pertinenza del fondo, lasciando, però, la titolarità formale di tali beni alla società di gestione che lo ha istituito» oppure «dalla società di gestione subentrata nella gestione» (così Cass. civ. 15 febbraio 2023, n. 4741 in *Foro It.*, 2023, 1, 5, p. 1562).

<sup>52</sup> Così BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, in *Orizz. Dir. Comm.*, 2018, p. 53.

<sup>53</sup> In senso critico, SBROIAVACCA, *La soggettività passiva tributaria dei Fondi Comuni di investimento immobiliare ai fini dell'imposizione patrimoniale ed indiretta*, cit., p. 116, ritiene che «sarebbe incongruente far coincidere, ai fini tributari, la Sgr con il fondo, poiché in realtà la Sgr si limita ad amministrare una proprietà altrui (tant'è che in caso di sostituzione della Sgr gestrice non vi è alcun atto traslativo della titolarità degli immobili) e, quando questo potere viene meno, come nel caso dell'*handover*, parimenti decade la possibilità per la Sgr di adempiere alle obbligazioni fiscali».

Difatti, affermando che «il limite [del patrimonio del Fondo] rileva solo in sede esecutiva e non al momento del contenzioso», la Suprema Corte adotta un'interpretazione nettamente *svilente* – se non *annichilente* – dell'art. 36 comma 4 del TUF e del principio di separazione patrimoniale.

In particolare, posticipando il momento di rilevabilità dell'incapienza del fondo al giudizio di esecuzione (ragionevolmente successivo al termine del contenzioso tributario), si impone alla SGR di subire l'avvio della procedura esecutiva sul proprio patrimonio personale – considerato che il titolo esecutivo azionato dal creditore si è necessariamente formato nei confronti della sola SGR.

Non solo. Per potersi liberare dalla responsabilità, la SGR non potrà limitarsi ad eccepire l'intervenuta cessazione del rapporto di gestione – e, quindi, la materiale impossibilità di attingere al patrimonio del fondo – ma dovrà dimostrare che il patrimonio del fondo gestito era incapiente *pro tempore*, al momento in cui l'obbligazione (nel caso di specie, il pagamento dell'IMU) avrebbe dovuto essere adempiuta.

Una prova, quest'ultima, quasi impossibile, che dovrà essere fornita a distanza di anni e in un momento in cui ragionevolmente la stessa SGR non avrà più la materiale gestione del patrimonio separato – perché, in ipotesi, il fondo ha mutato gestore o (come nel caso di specie) è stato sottoposto a liquidazione giudiziale -.

Il risultato è quindi una vera e propria *permeabilità* del patrimonio della SGR alle vicende del fondo gestito, che varrebbe però nel solo comparto IMU, non ai fini IV. La stessa Corte di Cassazione distingue infatti espressamente la materia dei tributi locali dall'IVA, nel cui ambito aveva affermato – a meno di un anno di distanza – che «la SGR non può essere definita soggetto passivo d'imposta per le obbligazioni tributarie del fondo comune, rispondendo per dette obbligazioni unicamente quest'ultimo con il proprio patrimonio». <sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> Così Cass. trib. 12 giugno 2024, n. 16285, cit.

Ebbene, pare ragionevolmente arduo individuare ragioni giuridiche idonee a sostenere che il principio di separazione tra il patrimonio del fondo e quello della SGR possa essere validamente evocato solo in materia IVA e non anche nell'ambito dei tributi locali. In altri termini, se separazione patrimoniale vi è, essa è un limite invalicabile *tout court* e costituirebbe un ossimoro giuridico (oltre che logico) ipotizzare una forma di separazione patrimoniale *intermittente*.

4. Le affermazioni della Suprema Corte suscitano perplessità anche sotto un ulteriore profilo, ovvero, quello della configurazione del presupposto impositivo IMU come pervicacemente ancorato ad indici esclusivamente *formali* di (ipotetica) capacità contributiva.

Se infatti, con riferimento all'IVA, è stata riconosciuta la possibilità di distinguere il debitore d'imposta in senso *formale* (la SGR) dall'obbligato in senso *sostanziale* (il fondo)<sup>55</sup>, così non è – affermano i giudici di legittimità – in ambito IMU, laddove la mera intestazione degli immobili alla SGR costituirebbe elemento di per sé sufficiente ad integrare il presupposto impositivo in capo al soggetto gestore.<sup>56</sup> Detto altrimenti, con riferimento ad un tributo di carattere patrimoniale come l'IMU, la carenza di soggettività civilistica del fondo escluderebbe vieppiù la possibilità di imputargli l'obbligazione tributaria, non disponendo il fondo della capacità giuridica minima necessaria ad attribuirgli la formale titolarità del bene immobile colpito dal tributo.

In linea di principio, la necessità di distinguere l'IMU dall'IVA sotto il profilo della astratta riferibilità del presupposto impositivo è senza dubbio condivisibile.

---

<sup>55</sup> Distinzione che è probabilmente agevolata dalla scissione, per così dire, *ontologica* tra soggetti passivi obbligati nei confronti dell'Erario e soggetti depauperati dall'imposta tramite il rapporto interno di rivalsa. Così FALSITTA - DOLFIN, *L'imposta sul valore aggiunto*, in FALSITTA, *Manuale di diritto tributario. Parte Speciale*, 2021, p. 850.

<sup>56</sup> Cfr. Cass. 16421 del 18 giugno 2025, ove si afferma che «il presupposto dell'IVA e dell'IMU sono all'evidenza completamente diversi, rilevando - per la prima - la cessione di beni o la prestazione di un servizio e - per la seconda - la realtà del possesso, vertendosi di imposta di natura patrimoniale».

Se infatti nella disciplina IVA la rilevanza del profilo soggettivo si *affievolisce* – fin quasi a *scomparire* – nella misura in cui l’imposta ha riguardo all’*operazione* (imponibile) compiuta, non tanto a *chi* la compie<sup>57</sup> – tanto è vero che la dottrina esclude che si possa correttamente parlare di *presupposto impositivo* nell’IVA ma solo di *operazione imponibile*<sup>58</sup> – nell’IMU la *nuance* soggettiva riacquista *vigore*, in quanto il tributo colpisce *colui* il quale sia qualificabile come *titolare* di un bene immobile e, quindi, il *soggetto* su cui si appunta la situazione giuridica rilevante ai fini impositivi e che sarà in quanto tale obbligato al versamento dell’imposta.<sup>59</sup>

Tuttavia, ad una più attenta analisi emerge come la manifestazione di forza economica colpita dal tributo IMU sia difficilmente riferibile non solo al fondo comune di investimento (in quanto provo di *soggettività civilistica*), ma anche – *rectius* soprattutto – alla stessa SGR.

Il presupposto impositivo dell’IMU, come desumibile dall’art. 1, comma 743, della Legge n. 160/2019 va infatti ravvisato nel *possesso* dell’immobile, generalmente inteso quale diritto di proprietà o altro diritto reale di godimento sul bene<sup>60</sup> –

---

<sup>57</sup> L’art. 9 par. 1 primo comma della direttiva 2006/112/CE relativa al sistema comune d’imposta sul valore aggiunto afferma infatti che «[s]i considera “soggetto passivo” chiunque esercita, in modo indipendente e in qualsiasi luogo, un’attività economica, indipendentemente dallo scopo o dai risultati di detta attività».

<sup>58</sup> FALSITTA - DOLFIN, *L’imposta sul valore aggiunto*, cit., pp. 848-849.

<sup>59</sup> L’IMU deve essere versata dai soggetti passivi ai sensi dell’art. 1 comma 762 Legge 160/2019, tuttavia, il comma 768 del medesimo articolo contempla talune ipotesi in cui l’obbligato al versamento differisce dal soggetto passivo. Si tratta dei beni immobili sui quali sono costituiti diritti di godimento a tempo parziale (c.d. “multiproprietà”), per i quali il versamento dell’imposta è effettuato da chi amministra il bene; delle parti comuni del condominio accatastate in via autonoma, con riferimento alle quali l’amministratore del condominio paga l’IMU per conto di tutti i condomini; e infine, degli immobili compresi nel fallimento o nella liquidazione coatta amministrativa, rispetto ai quali è il curatore o il commissario liquidatore a dover versare l’IMU corrispondente a il periodo di durata dell’intera procedura concorsuale entro il termine di tre mesi dalla data del decreto di trasferimento degli immobili. Nel caso di specie, la pretesa IMU azionata dal Comune era riferita a periodi d’imposta precedenti all’apertura della liquidazione giudiziale, il che rendeva inapplicabile la disposizione specifica per gli immobili rientranti nella procedura concorsuale.

<sup>60</sup> Ai sensi dell’art. 1 comma 743 della Legge 160/2019 «I soggetti passivi dell’imposta sono i possessori di immobili, intendendosi per tali il proprietario ovvero il titolare del diritto reale di usufrutto, uso, abitazione, enfiteusi, superficie sugli stessi».

situazione definita anche come *detenzione giuridicamente qualificata*.<sup>61</sup> Tale nozione di possesso ai fini IMU deve tuttavia essere assunta in una peculiare *accezione fiscale* – differente dal possesso civilistico ex art. 1140 c.c. – in quanto ricomprende molteplici situazioni giuridiche a carattere eterogeneo – tra cui, ad esempio, il mero *utilizzatore* dell’immobile concesso in locazione finanziaria<sup>62</sup> – in cui può anche difettare l’elemento della *realità*, ma che risultano accomunate da una posizione di effettiva supremazia e di *imperio* del soggetto passivo rispetto al bene immobile.<sup>63</sup>

Ed è proprio tale *imperio* – inteso quale sintesi delle facoltà di *gestione*, *disposizione* e *godimento* del bene – che non può concettualmente sussistere in capo alla SGR rispetto all’immobile di pertinenza del Fondo.

La *gestione* dell’immobile spetta infatti alla SGR, ma non costituisce una (libera) *facoltà* in quanto il gestore è in primo luogo vincolato al perseguitamento dell’interesse dei partecipanti al fondo e, sotto altro profilo, deve comunque garantire che la gestione avvenga nel rispetto della completa separazione patrimoniale del fondo.<sup>64</sup>

Limiti analoghi valgono anche con riferimento al potere di *disposizione* – con l’ulteriore precisazione che il corrispettivo dell’atto di disposizione non è attribuito a chi lo pone materialmente in essere (la SGR), bensì al fondo, in virtù della

---

<sup>61</sup> DORIGO, *Il presupposto e la nozione di ‘possesso*, in *L’imposta Municipale Propria (IMU)*, Torino, 2022, 78. Segnalano tuttavia MILANESE - BAGNOLI, *Esclusa ai fini IVA la commistione tra patrimoni di SGR e fondi: autonomia patrimoniale perfetta*, cit., 928 che il testo dell’art 1, comma 743, Legge n. 160/2019 nello stabilire che «per gli immobili, anche da costruire o in corso di costruzione, concessi in locazione finanziaria, il soggetto passivo è il locatario a decorrere dalla data della stipula e per tutta la durata del contratto», introduce un elemento di rottura del binomio – apparentemente inscindibile ai fini IMU - tra diritto reale di godimento e soggettività passiva IMU, il che mostrerebbe, secondo gli autori, «un sintomo della sottesa finalità della norma, che è quella di tassare i contribuenti non già in base ad una qualificazione formale, ma in virtù del loro rapporto sostanziale con la *res*, al fine di mantenere quanto più possibile la tassazione coerente con la relativa manifestazione di capacità contributiva».

<sup>62</sup> Si veda *supra* nt. 45.

<sup>63</sup> Così GOLISANO, *I tributi locali*, in MELIS, *Lezioni di diritto tributario*, cit., p. 858.

<sup>64</sup> La posizione della SGR si configura, in definitiva, in termini di *ufficio* (così Studio del Consiglio nazionale del notariato n. 90-2012, cit., 7). Ritiene che la società di gestione sia titolare di una “funzione” JAGER, *Sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 1142 e ss.

segregazione patrimoniale –.

Per quanto concerne poi il *godimento* dell’immobile e l’appropriazione dei relativi *frutti*, entrambi non spettano alla SGR ma ai partecipanti al fondo, secondo le modalità organizzative dettate nel regolamento del fondo medesimo.<sup>65</sup>

Era stato peraltro già segnalato come i tradizionali schemi domenicali, su cui si basa il nostro sistema di pubblicità immobiliare, risultino profondamente inadeguati a descrivere la posizione tanto della SGR – che ha la mera *gestione* (vincolata) del patrimonio separato - quanto del fondo – privo, appunto, di *imputabilità* in termini di diritti soggettivi - rispetto ai beni immobili che compongono il patrimonio del fondo medesimo.<sup>66</sup>

Deve quindi concludersi che, al di là della mera intestazione formale nei registri immobiliari, sia difficile configurare in capo alla SGR gli indici rivelatori della soggettività passiva IMU per gli immobili di pertinenza del fondo.

Il che è viepiù confermato dall’attività ermeneutica da ultimo svolta dalla Consulta in materia IMU, con cui si è affermato che il presupposto impositivo del tributo non può intendersi correlato esclusivamente ad indici di natura *formale* laddove a questi non si accompagni una effettiva manifestazione di capacità contributiva attribuibile al soggetto passivo – principio sulla scorta del quale la Corte costituzionale ha ad esempio escluso la soggettività passiva IMU del formale proprietario il cui immobile risulti però concretamente *inutilizzabile e indisponibile* in seguito ad occupazione abusiva da parte di terzi –.<sup>67</sup>

---

<sup>65</sup> Ai sensi dell’art. 37 del TUF il regolamento del Fondo comune di investimento stabilisce, tra l’altro, «i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi».

<sup>66</sup> Così Studio del Consiglio nazionale del notariato n. 90-2012, cit., 7. In particolare COSTI, *La struttura dei fondi di investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, p. 297, sottolinea come sia impossibile «riportare la situazione della società di gestione al modulo dell’art. 832 c.c.».

<sup>67</sup> La Corte Costituzionale con la sentenza n. 60 del 18 aprile 2024 ha ritenuto che «è irragionevole affermare che sussista la capacità contributiva del proprietario che abbia subito l’occupazione abusiva di un immobile che lo renda inutilizzabile e indisponibile e si sia prontamente attivato per denunciarne penalmente l’accaduto» (Corte Cost. n. 60/2024).

Parrebbe quindi ragionevole concludere che l'intestazione dei beni immobili alla SGR, lungi dal costituire di per sé condizione espressiva di capacità contributiva IMU, altro non sia che l'elemento attributivo di una *soggettività passiva formale* analoga a quella ravvisata in ambito IVA<sup>68</sup> e che, del tutto specularmente, esclude che la SGR possa essere chiamata a rispondere *in proprio* dell'obbligazione di pagamento della relativa imposta – di talché, al termine del rapporto di gestione, verrebbe meno qualunque obbligo di pagamento della SGR *per conto* del fondo, non diversamente da quanto si verifica al termine dell'incarico di un amministratore di società –.

5. In base a quanto osservato, vi sono almeno due ragioni per escludere la responsabilità della SGR *in proprio* per la pretesa IMU riferibile ad immobili di pertinenza del fondo.

La prima attiene alla necessità di garantire il rispetto del principio di *separazione patrimoniale* tra la SGR e il fondo: distinzione, quest'ultima, che concerne il regime di *responsabilità patrimoniale* delle obbligazioni contratte *per conto* del fondo e non impinge sul diverso tema della (eventuale) *soggettività* ascrivibile al patrimonio separato.

Tale principio di separazione, per essere *effettivo*, dovrebbe essere eccepibile sin dal giudizio di merito, non solo in sede esecutiva, in quanto in caso contrario la SGR rimarrebbe obbligata a rispondere *in proprio* in tutti i casi in cui non riesca a dimostrare l'incapienza *retrodatata* del patrimonio del fondo.

La seconda concerne l'impossibilità di imputare il presupposto impositivo IMU

---

<sup>68</sup> La circostanza che non si rinvenga, in ambito IMU, una disposizione analoga all'art. 8 del D.L. 351/2001 potrebbe ragionevolmente spiegarsi alla luce della diversa dinamica operativa delle due imposte. L'IVA è infatti un tributo che impone notevoli attività in termini di adempimenti formali – anche solo sotto il profilo della fatturazione e della liquidazione periodica – e che necessitavano quindi di essere attribuiti con certezza ad un determinato soggetto (appunto, la SGR). In ambito IMU tale specifica esigenza non sussiste, in quanto gli obblighi formali in tale ambito si limitano (di fatto) quasi esclusivamente al versamento del tributo.

alla SGR se non in termini di soggettività passiva *formale* relativa ad una manifestazione di capacità contributiva *altrui*.

Da qui l'ulteriore precipitato che la pretesa tributaria debba *seguire* il patrimonio del fondo,<sup>69</sup> nel senso che l'obbligo di pagamento dovrà essere materialmente adempiuto dal soggetto che ha la gestione attuale del fondo (nuova SGR o liquidatore giudiziale), in quanto l'obbligo di versamento dell'imposta in capo alla SGR deve ritenersi limitato al periodo di effettiva gestione del fondo – non potendo la SGR, in caso contrario, attingere alle risorse di un patrimonio al quale non abbia più materialmente accesso –.

Sostenendo l'opposto si adderverebbe a conseguenze paradossali, in particolare nel caso – come quello di specie – in cui il fondo risulti assoggettato a liquidazione giudiziale, in quanto non solo la SGR non ha più la materiale disponibilità del patrimonio del fondo<sup>70</sup> ma quest'ultimo risulta anche *congelato* in ragione delle norme che disciplinano lo svolgimento della procedura concorsuale e, pertanto, qualora la SGR dovesse comunque procedere al pagamento della pretesa tributaria *per conto* del fondo – non più gestito – si troverebbe anche nella materiale impossibilità di rivalersi sul patrimonio di quest'ultimo.

La soluzione adottata dalla Suprema Corte in questa occasione sembra quindi dettata dalla volontà di perpetrare il dogma dell'assenza di soggettività del fondo, più che da un'interpretazione sistematica della normativa di riferimento.

Un principio che, tuttavia, per quanto rassicurante e condivisibile sul piano civilistico rischia, se evocato *fuori contesto*, di vanificare del tutto la disciplina della responsabilità patrimoniale della SGR delineata dal TUF: disciplina che trova proprio

---

<sup>69</sup> Così SBROIAVACCA, *La soggettività passiva tributaria dei Fondi Comuni di investimento immobiliare ai fini dell'imposizione patrimoniale ed indiretta*, cit., 116.

<sup>70</sup> Sottolinea DE LUCA, *La "circolazione" volontaria di un fondo comune tra Sgr. Una fattispecie acquisitiva a titolo originario?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, p. 897, nt. 20, che con la dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale il debitore perde l'amministrazione e la disponibilità (ma non la proprietà) dei suoi beni (art. 142 del codice della crisi): il che comporta che dal momento dell'avvio della procedura concorsuale la SGR non ha più poteri dispositivi sul patrimonio del fondo, che vengono invece acquisiti dal liquidatore nominato dalla Banca d'Italia.

nella *separazione* tra la massa patrimoniale e il soggetto gestore quel *quid pluris* rispetto ad altri istituti giuridici che ne ha sancito (finora) l'irresistibile *appeal*.

**Tiziana Ventrella**

*Dottore di ricerca in Diritto e Impresa*

*Università Luiss Guido Carli*

**CONSIGLIO DI STATO**  
**SENTENZA 18 APRILE 2025, n. 3403**

(Omissis)

**DIRITTO**

1. (...) Con il primo motivo viene contestata la tempestività del provvedimento sanzionatorio, adottato oltre lo spirare del termine di 120 giorni dall'accertamento dei fatti contestati come prescritto dall'art. 311-septies, comma 1, del CAP, e dagli artt. 8 e 12 del Regolamento n. 39/2018.

(Omissis)

2. Il secondo motivo di appello è rubricato: «Error in iudicando. Violazione degli articoli 30 e 30-quater, 311- bis, 311-sexies e 311-septies del d.lgs. n. 209/2005. Violazione degli articoli 4; 5, commi 2, 8, 9 e 10; 6, 9 e 10, comma 1, del regolamento IVASS n. 38/2018. Violazione degli artt. 8, comma 2, e 11 del regolamento IVASS n. 39/2018. Violazione dell'art. 1 della legge n. 689/1981 e dei principi di legalità, tipicità, determinatezza, prevedibilità e tassatività della sanzione amministrativa. Violazione degli artt. 6 e 7 CEDU, dell'art. 3 della l. n. 241/1990. Eccesso di potere in tutte le forme sintomatiche e, in particolare, per difetto di istruttoria e di motivazione, violazione del principio di proporzionalità, falsa causa, illogicità manifesta, sviamento».

Il motivo si riferisce alle violazioni relative alla fattispecie sub A). L'appellante ricorda che il primo gruppo di violazioni sanzionate verte sul mancato esercizio, da parte del CdA, delle proprie prerogative di indirizzo, gestione e controllo. Le relative condotte sono descritte nei Rilievi del Rapporto Ispettivo n.ri 2 e e 4B, cui l'Autorità associa promiscuamente la violazione degli articoli 30 e 30-quater CAP e degli articoli 4; 5, commi 2, e 10; 9 e 10, comma 1, del Regolamento IVASS n. 38/2018.

(Omissis)

3. Il terzo motivo di appello è rubricato: «Error in iudicando. Violazione degli artt. 30, 30-bis e 30-ter, 311-bis, 311-sexies e 311-septies del d.lgs. n. 209/2005; degli artt. 5 (commi 1 e 2), 17 (commi 1 e 2), 18 e 19 del regolamento IVASS n. 38/2018; degli artt. 4, 5, 6 (commi 1, 2 e 4) del regolamento IVASS n. 32/2016; dell'art. 11 regolamento IVASS n. 39/2018; dell'art. 1 della legge n. 689/1981; degli artt. 6 e 7 CEDU; dell'art. 3 della l. n. 241/1990. Eccesso di potere in tutte le forme sintomatiche e, in particolare, per difetto di istruttoria e di motivazione, violazione del principio di proporzionalità, falsa causa, illogicità manifesta, sviamento».

Il motivo si riferisce alle violazioni relative alla fattispecie sub B). L'appellante ricorda che il secondo gruppo di violazioni sanzionate riguarda l'insufficiente presidio da parte del CdA al fine di garantire coerenza tra i rischi assunti dall'impresa e il suo fabbisogno di solvibilità globale e l'adeguatezza anche prospettiva dei fondi propri. Tali presunte violazioni corrispondono ai Rilievi del Rapporto Ispettivo n.ri 1A, 1B, 1C, 7 e 8. Secondo l'IVASS, il complesso di tali condotte configurerebbe violazione degli artt. 30-bis e 30-ter CAP e degli artt. 4, 5 e 6, commi 1, 2 e 4, del Regolamento n. 32/2016 e degli artt. 5, commi 1 e 2, 17, commi 1 e 2, 18 e 19 del Regolamento n. 38/2018.

(Omissis)

4. Il quarto motivo di appello è rubricato: «In via subordinata - Error in iudicando. Violazione degli articoli 5, 310, 311-bis, 311-quinquies e 311-sexies del d.lgs. n. 209/2005; degli articoli 11 e 29 del regolamento IVASS n. 39/2018; dell'art. 1 della legge n. 689/1981 e dei principi di proporzionalità e ragionevolezza. Eccesso di potere in tutte le forme sintomatiche e, in particolare, per difetto di motivazione».

(Omissis)

5. IVASS si è costituita in giudizio contestando tutti gli argomenti spesi dall'appellante.

(Omissis)

6. L'appello è in parte fondato, nei limiti e con gli effetti di cui di seguito si dirà.

(Omissis)

8. Il primo motivo di appello, con il quale si eccepisce la tardività della contestazione, è infondato.

La censura si fonda sull'erroneo presupposto che l'illecito trovi piena definizione sotto il profilo oggettivo e soggettivo nel Rapporto Ispettivo al quale la contestazione non aggiungerebbe nulla di sostanziale.

Deve invece rilevarsi che, ai sensi dell'art. 311-septies, comma 1 del CAP «l'IVASS, fermo restando quanto previsto dagli articoli 310-quater, 311-bis e 311-quater, nel termine di centoventi giorni dall'accertamento dell'infrazione, ovvero nel termine di centottanta giorni per i soggetti residenti all'estero, provvede alla contestazione degli addebiti nei confronti dei possibili responsabili della violazione».

L'art. 8, comma 1, del Regolamento IVASS n. 39/2018 recante la procedura di irrogazione delle sanzioni amministrative di cui al Titolo XVIII del CAP, dispone che l'Autorità «avvia la procedura sanzionatoria nei casi in cui accerta la violazione delle norme per le quali è prevista l'irrogazione di sanzioni amministrative, una volta acquisiti gli elementi necessari a valutarne la sussistenza».

Il successivo comma 4 dispone che «nel caso di illeciti emersi nell'ambito di verifiche ispettive nei confronti di soggetti diversi dagli intermediari assicurativi e riassicurativi o dagli intermediari assicurativi a titolo accessorio, l'accertamento si perfeziona alla data di apposizione agli atti del visto del Capo del Servizio Ispettorato».

Ai sensi dell'art. 12 della medesima fonte regolamentare «il procedimento sanzionatorio ha inizio con la contestazione formale dell'IVASS nei confronti dei soggetti ritenuti responsabili delle violazioni riscontrate. La contestazione è effettuata dal Servizio competente dell'Istituto ai sensi dell'articolo 6, comma 1» (comma 1) che viene «notificato ai soggetti destinatari entro il termine di 120 giorni dall'accertamento dei fatti per i soggetti residenti in Italia» (comma 2).

La previsione per la quale l'avvio della procedura sanzionatoria debba avvenire solo «una volta acquisiti gli elementi necessari» depone per l'infondatezza della tesi per

la quale esista una coincidenza temporale tra l'acquisizione degli elementi istruttori e l'avvio del procedimento non potendosi quindi assumere la data del 24 luglio 2020 (termine dell'ispezione) come momento del perfezionamento dell'accertamento.

Circa lo specifico profilo la Sezione, pronunciandosi in merito alla portata dell'art. 14 della l. n. 689/1981 recante «Contestazione e notificazione» (la cui violazione è dedotta in appello, per quanto la sua applicabilità alla fattispecie in contestazione sia da escludere, in assenza di un espresso richiamo da parte del CAP come anche della fonte secondaria), ha già avuto modo di precisare che «in tema di sanzioni amministrative, ciò che rileva ai fini del rispetto del principio della immediatezza della contestazione recato dall'art. 14 l. 1981, n. 689 non è la notizia del fatto sanzionabile nella sua materialità, ma l'acquisizione della piena conoscenza della condotta illecita, implicante il riscontro dell'esistenza e della consistenza della infrazione e dei suoi effetti; sicché, per un verso, il termine per la contestazione dell'infrazione non decorre dalla sua consumazione, ma dal completamento dell'attività di verifica di tutti gli elementi dell'illecito, dovendosi considerare anche il tempo necessario all'Amministrazione per valutare e ponderare adeguatamente gli elementi acquisiti e gli atti preliminari per l'individuazione in fatto degli estremi di responsabilità amministrativa, e, per altro verso, il termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio inizia a decorrere solo dal momento in cui è compiuta - o si sarebbe dovuta ragionevolmente compiere, anche in relazione alla complessità della fattispecie - l'attività amministrativa intesa a verificare l'esistenza dell'infrazione, comprensiva delle indagini intese a riscontrare la sussistenza di tutti gli elementi soggettivi e oggettivi dell'infrazione stessa» (Cons. Stato, Sez. VI, 24 maggio 2021, n. 4020).

Nei medesimi sensi la Sezione si è espressa anche con la decisione n. 410 del 12 gennaio 2023 evidenziando come, in presenza di complesse attività ispettive, la valutazione degli elementi emersi non possa «essere compiutamente fatta durante l'attività ispettiva stessa ma in un momento successivo, ovvero quando il quadro

delle risultanze istruttorie fosse risultato completamente chiaro».

Con specifico riferimento all'attività dell'Autorità Antitrust – muovendo dall'assunto che si applichi l'art. 14 (ma esprimendo argomentazioni più generali comunque rilevanti a prescindere) - è stato altresì affermato che «l'arco di tempo entro il quale l'AGCM deve provvedere alla notifica della contestazione, ai sensi dell'art. 14, l. 24 novembre 1981, n. 689 ("Legge di depenalizzazione") è collegato non già alla data di commissione della violazione, ma al tempo di accertamento dell'infrazione, da intendersi in una prospettiva teleologicamente orientata e quindi non già alla notizia del fatto sanzionabile nella sua materialità, ma all'acquisizione della piena conoscenza della condotta illecita, implicante il riscontro dell'esistenza e della consistenza della infrazione e dei suoi effetti; pertanto, il fatto che l'Autorità Antitrust deliberi l'avvio dell'istruttoria a distanza di vari mesi dalla segnalazione della possibile infrazione non può in alcun modo essere considerato come una violazione dei diritti delle imprese coinvolte, né un superamento dei termini procedurali, in quanto la stessa valutazione dell'esigenza di avviare o meno l'istruttoria può presentarsi complessa; di conseguenza, il termine di novanta giorni previsto dal comma 2 dell'art. 14, l. n. 689/1981 cit. inizia a decorrere solo dal momento in cui è compiuta — o si sarebbe dovuta ragionevolmente compiere, anche in relazione alla complessità della fattispecie — l'attività amministrativa intesa a verificare l'esistenza dell'infrazione, comprensiva delle indagini intese a riscontrare la sussistenza di tutti gli elementi soggettivi e oggettivi dell'infrazione stessa» (Cons. Stato, Sez. VI, 1 giugno 2016, n. 2328; nei medesimi sensi, Sez. VI, 12 gennaio 2023, n. 413).

Ciò premesso, deve rilevarsi che il Visto di chiusura dell'accertamento, che l'appellante lamenta essere stato apposto con ritardo rispetto al deposito della Relazione Ispettiva, non integra un adempimento meramente formale che consegue in via automatica al deposito dell'atto, ma implica una valutazione delle acquisizioni istruttorie compendiate nella Relazione conclusiva ed un loro apprezzamento circa la riconducibilità dei fatti accertati alla fattispecie sanzionatoria.

Ricostruito in detti termini il significato del Visto, non può che disattendersi la tesi dell'appellante circa la prospettata contemporaneità della formalizzazione delle risultanze istruttorie e della valutazione del loro rilievo, peraltro non contemplata da alcuna disposizione.

L'apposizione in questione non può quindi che ritenersi logicamente successiva alla formalizzazione del Rapporto Ispettivo cristallizzando invece il momento in cui l'amministrazione precedente acquisisce consapevolezza non solo della condotta nella sua materialità ma della sussunzione della stessa nella fattispecie sanzionatoria individuando in quest'ultimo apprezzamento il momento dal quale decorre il termine di cui all'art. 12, comma 2, del regolamento IVASS 39/2018 (riferimento normativo assai più pertinente, in questo caso, di quello dell'art.14 della l. n. 681/1981).

Come infatti già affermato in giurisprudenza «il momento dell'accertamento non coincide con quello in cui viene acquisito il fatto nella sua materialità, ma con l'acquisizione e valutazione di tutti i dati indispensabili ai fini della verifica dell'esistenza della violazione e per la quantificazione della sanzione (Cass. 7681/2014; Cass. 26734/2011)» con la conseguenza che la fase di accertamento deve ritenersi comprensiva non solo del tempo necessario alla formalizzazione delle risultanze istruttorie nella Relazione ma deve essere intesa come «comprensiva della valutazione e della ponderazione dei dati acquisiti e degli atti preliminari, segnando il momento a partire dal quale decorre il termine l. n. 689 del 1981, ex art. 14, (cfr., in proposito, Cass.4820/2019)» (Cass. civ., Sez. II, 31 luglio 2020, n. 16518).

Che la valutazione della fattispecie fosse particolarmente complessa, e necessitasse quindi di complessi approfondimenti, emerge in tutta evidenza dalla necessità di valutare contestualmente l'operato di organi collegiali deputati allo svolgimento di delicate funzioni di controllo distinguendo i differenti livelli di responsabilità dei componenti e il rispettivo contributo causale al concretizzarsi della fattispecie: valutazione che presuppone l'esame della copiosa documentazione acquisita in circa sette mesi di indagine.

Ne deriva che il lasso di tempo intercorso fra l'acquisizione della Relazione ispettiva e l'apposizione del Visto in data 16 dicembre 2020 (che ai sensi del richiamato art. 8 comma 4 del Regolamento n. 39/2018 perfeziona l'accertamento), avuto riguardo alla complessità delle valutazioni demandate all'Autorità, deve ritenersi ragionevole con conseguente infondatezza del dedotto profilo di tardività.

9. Venendo alle censure di merito, il Collegio ritiene preferibile esaminare prioritariamente il terzo motivo di appello nel quale si sostiene che il giudice di prime cure si sarebbe pronunziato prescindendo da un concreto accertamento delle condotte individuali sanzionate e della loro incidenza sulle dinamiche societarie e, in particolare, sulla solidità della compagnia, omettendo una approfondita disamina della documentazione prodotta a sostegno della affermata illegittimità della sanzione.

(Omissis)

Ai fini di un corretto inquadramento della presente controversia si rende necessario un preliminare e sintetico richiamo al contesto normativo di riferimento.

Ai sensi della disciplina di settore «l'impresa si dota di un efficace sistema di governo societario, ivi inclusi i sistemi di remunerazione e di incentivazione, che consenta una gestione sana e prudente dell'attività. Il sistema di governo societario è proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità delle attività dell'impresa» (art. 30, comma 1, del CAP) dotandosi di un efficace sistema di controllo interno comprendente «almeno la predisposizione di idonee procedure amministrative e contabili, l'organizzazione di un adeguato sistema di trasmissione delle informazioni per ogni livello dell'impresa, nonché l'istituzione della funzione di verifica della conformità dell'attività dell'impresa alla normativa vigente, alle direttive e alle procedure aziendali» (art. 30-quater, comma 2) deputata a svolgere «attività di consulenza al consiglio di amministrazione sull'osservanza delle norme legislative, regolamentari e delle norme europee direttamente applicabili» effettuando «la valutazione del possibile impatto sulle attività dell'impresa derivanti da modifiche del

quadro normativo e degli orientamenti giurisprudenziali e identifica e valuta il rischio di non conformità» (art. 30-quater, comma 3).

Ai sensi del successivo art. 30-quinques, deve essere inoltre predisposto un sistema di revisione interna che: (i) include «la valutazione dell'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo interno e delle ulteriori componenti del sistema di governo societario dell'impresa» (comma 2); e (ii) «comunica al consiglio di amministrazione le risultanze e le raccomandazioni in relazione all'attività svolta, indicando gli interventi correttivi da adottare in caso di rilevazione di disfunzioni e criticità. Il consiglio di amministrazione definisce i provvedimenti da porre in relazione a ciascuna raccomandazione ricevuta e individua le misure dirette ad eliminare le carenze riscontrate dalla funzione di revisione interna, garantendone l'attuazione» (comma 3).

Ai sensi dell'art. 310 del CAP l'inoservanza agli illustrati precetti prevede l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria che, come disposto dal successivo art. 311-bis, è subordinata al «principio di rilevanza della violazione».

Quanto all'entità della sanzione l'art. 311-sexies dispone che «fermo restando quanto previsto all'articolo 325, comma 1 circa la responsabilità delle imprese nei confronti delle quali sono accertate le violazioni, per l'inoservanza delle norme richiamate nell'articolo 310, comma 1, lettera a) si applica, salvo che il fatto costituisca reato, la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro a cinque milioni di euro nei confronti dei soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo, nonché dei dipendenti o di coloro che operano sulla base di rapporti che ne determinano l'inserimento nell'organizzazione dell'impresa anche in forma diversa dal rapporto di lavoro subordinato quando l'inoservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorrono una o più delle seguenti condizioni: a) la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali; ...» (nel rispetto della procedura di cui al successivo art. 311-septies).

La procedura di irrogazione delle sanzioni amministrative di cui al Titolo XVIII del CAP è disciplinata dal già richiamato Regolamento IVASS n. 39 del 2 agosto 2018 che regola nei termini che saranno di seguito esposti, nei limiti di quanto di interesse in questa sede, l'accertamento delle violazioni, la relativa contestazione, e l'intero procedimento sanzionatorio scandendo il relativo procedimento sanzionatorio.

Così inquadrata in punto di fatto e di diritto la complessa vicenda oggetto del presente giudizio – si tratta peraltro di uno dei primi casi di applicazione delle sanzioni anche nei confronti degli esponenti aziendali in ambito assicurativo, all'indomani della introduzione di tale previsione avvenuta solo con la riforma del 2018 di cui al d.lgs. n. 68 – deve in primis affrontarsi la questione, di rilievo preliminare, introdotta dall'appellante con riguardo all'approccio fatto proprio dal Tar in sede di scrutinio delle censure formulate in primo grado che riverbera, secondo l'impostazione difensiva della stessa, sulla correttezza dell'intera decisione.

(Omissis)

Su un piano generale deve condividersi la posizione del Tar posto che, rilevata la peculiare natura dell'illecito contestato «di pericolo e non di danno», è pacifico che questo non si perfezioni necessariamente attraverso la produzione di un pregiudizio concreto essendo invece sufficiente a fondare l'intervento sanzionatorio l'idoneità della condotta a cagionarlo o anche solo a determinare un'esposizione al rischio specifico.

Ben possono quindi singole condotte, di per sé non causalmente determinanti una concreta lesione, essere indicative di una imprudente o superficiale gestione delle funzioni suscettibile di esporre la Compagnia a rischi anche solo potenziali.

L'illecito può pertanto essere configurato anche in presenza di una pluralità di elementi fattuali che, pur non idonei di per sé a comprovare un concreto impatto sulla solidità della Compagnia, consentano di cogliere, ancorché sotto il solo profilo sintomatico, un'anomala gestione delle funzioni di verifica e controllo interne al gruppo, espressamente previste dalla sopra illustrata normativa di settore quali

presupposti dell'assoggettamento a sanzione.

Ciò che tuttavia è dedotto nel caso di specie, è la mancata verifica della sussistenza in punto di fatto degli elementi assunti a presupposto dei rilievi formulati in sede di Relazione Ispettiva e recepiti da IVASS nel provvedimento sanzionatorio impugnato. Si può procedere quindi ad una sintetica descrizione delle condotte rilevanti limitandosi ai profili oggetto di specifica contestazione, rinviano al Rapporto ispettivo per quanto non espressamente richiamato, non senza evidenziare che ai fini del riconoscimento della responsabilità individuale ex art. 311-sexies è necessario accettare lo specifico contributo causale della condotta del singolo componente l'organo amministrativo o di controllo, sempre che sussista (necessità della quale sembra essere consapevole IVASS che, in coerenza contale esigenza, non procedeva all'adozione della sanzione a carico di tutti operando quindi una differenziazione delle posizioni che implica l'esposizione delle ragioni per le quali nel caso di specie, la sola appartenenza all'organo sia stata invece ritenuta sufficiente).

(Omissis)

10. Il secondo motivo di appello contesta, come anticipato, i Rilievi n. 2 e n. 4B.

10.1 Preliminarmente vengono riproposte doglianze di tipo procedimentale.

Corretta appare l'affermazione del Tar secondo la quale «nell'atto di contestazione in esito al quale è stato adottato il provvedimento gravato e nella pure richiamata Proposta per l'irrogazione di sanzioni amministrative, accanto alla descrizione sintetica delle contestazioni e delle disposizioni violate, sono indicate, con richiamo a puntuali rilievi formulati nel rapporto ispettivo, reso disponibile alla parte, le specifiche condotte addebitate al ricorrente e la connessione delle stesse con le violazioni riscontrate in capo alla società».

Il provvedimento sanzionatorio premette che le contestazioni mosse all'appellante discendono «da quanto accertato nei confronti di società -OMISSIONIS- ...» affermando «l'inosservanza delle norme richiamate nel citato atto contestativo».

Deve inoltre affermarsi che la determinatezza della contestazione non possa che

essere valutata avuto riguardo anche alla sequenza provvedimentale nella disponibilità della parte (Rapporto Ispettivo, Proposta sanzionatoria e Atto di contestazione) dalla quale emerge senza possibilità di fraintendimento quali siano i precetti che si intendono violati in relazione a ciascuna condotta contestata.

Che la contestazione non presenti profili di indeterminatezza emerge in tutta evidenza avuto riguardo al dettaglio e alla pertinenza delle articolate censure formulate in ricorso.

Destituita di fondamento è inoltre la tesi di parte appellante per la quale IVASS potrebbe sanzionare il mancato esercizio da parte del CdA delle proprie prerogative in tema di governo societario e controllo interno, riconosciute dalla fonte primaria, unicamente in presenza di violazioni di prescrizioni regolamentari che le traducano in adempimenti specifici. L'adesione alla tesi fatta propria dal Tar investirebbe invece l'Autorità di una funzione sostanzialmente regolatoria che non le apparterrebbe.

La censura non coglie nel segno.

In primis deve smentirsi in punto di fatto che IVASS abbia censurato scelte gestionali sotto il profilo dell'opportunità e convenienza essendo chiaro dalla lettura complessiva degli atti impugnati che vengono sanzionate specifiche condotte per lo più omissive integranti violazione dei doveri posti a carico degli organi di amministrazione e controllo, risultando i riferimenti a singole scelte, mere esemplificazioni.

Quanto alla pretesa invasione di campo dell'Autorità in ambiti alla stessa sottratti, deve rilevarsi che i principi di cui alla normativa primaria dei quali IVASS avrebbe fatto abusiva applicazione, sono espressamente richiamati dalle norme regolamentari contestate che, per tale ragione, non possono che essere interpretate in coerenza con i primi.

A mero titolo esemplificativo si rileva che l'art. 4 del Regolamento n. 38/2018 dispone che «ai fini di cui all'articolo 30 del Codice, le imprese si dotano di un adeguato sistema di governo societario, proporzionato alla natura, alla portata e alla

complessità dei rischi, attuali e prospettici, inerenti all’attività svolta, operando a tali fini scelte applicative adeguatamente formalizzate e motivate. Tale sistema assicura, mediante un efficace sistema di controllo interno e gestione dei rischi di cui agli articoli 10 e 17 del presente Regolamento: a) l’efficienza e l’efficacia dei processi aziendali; b) l’identificazione, la valutazione anche prospettica, la gestione e l’adeguato controllo dei rischi, in coerenza con gli indirizzi strategici e la propensione al rischio dell’impresa anche in un’ottica di medio-lungo periodo; c) la tempestività del sistema di reporting delle informazioni aziendali nonché d) l’attendibilità e l’integrità delle informazioni contabili e gestionali; e) la salvaguardia del patrimonio anche in un’ottica di medio-lungo periodo; f) la conformità dell’attività dell’impresa alla normativa vigente, alle direttive e alle procedure aziendali».

L’art. 5 rubricato «Organo amministrativo», al comma 2, definisce le prerogative del CdA mediante il riferimento alla disciplina codicistica di cui all’art. 30, commi 1 e 2 lett. a) e richiamando il precedente comma 1 a norma del quale «l’organo amministrativo ha la responsabilità ultima del sistema di governo societario, ne definisce gli indirizzi strategici, ne assicura la costante completezza, funzionalità ed efficacia, anche con riferimento alle attività esternalizzate. L’organo amministrativo provvede altresì affinché il sistema di governo societario sia idoneo a conseguire gli obiettivi di cui all’articolo 4 del presente Regolamento».

L’art. 10, comma 1, prevede che «ai fini dell’articolo 266 degli Atti delegati e dell’articolo 30-quater del Codice, l’impresa si dota di un sistema di controllo interno, proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi aziendali, attuali e prospettici, inerenti all’attività».

Le norme regolamentari applicate costituiscono una specificazione delle previsioni normative di cui agli 30, 30-bis e 30-ter del CAP alla luce delle quali non può che essere interpretata la disciplina attuativa in coerenza con la stessa finalità dell’attività di vigilanza affidata a IVASS, ben individuata dall’art. 3 del CAP nel «garantire la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione» (formulazione ampia che

smentisce l'accezione restrittiva sposata dall'appellante).

10.2 Con il Rilevo n. 2 si sostiene che le già descritte carenze in materia di governo dei rischi trovassero origine nella scarsa funzionalità dell'organo di amministrazione che avrebbe abdicato alle proprie funzioni di indirizzo, gestione e controllo aderendo senza un vaglio critico alle iniziative del Presidente le cui decisioni venivano avallate passivamente.

Al CdA è contestato:

- il frequente ricorso a deliberazioni «seduta stante», su argomenti non sempre presenti nell'ordine del giorno, adottate sovente all'unanimità sulla base sommarie informative del Presidente rese conoscibili a volte solo in corso di seduta, anche riguardanti decisioni «cruciali» quali la revoca delle deleghe all'A.D., la convocazione dell'Assemblea per procedere alla revoca della carica di Consigliere al dott. -OMISSIONE-, la richiesta di delega all'aumento di capitale per 500 milioni di euro e la conseguente trasformazione societaria con aumento di capitale riservato alla subentrante Assicurazioni Generali s.p.a.;
- il mancato approfondimento in merito alle deliberazioni dei comitati consultivi endoconsiliari (quando richiesti) in merito ai quali è rilevato come venisse preso atto dei punti dell'ordine del giorno senza esame dei relativi verbali e delle motivazioni poste a base delle proposte formulate (criticità aumentate a seguito dell'adozione del sistema monistico con accentramento nel CdA delle funzioni del Comitato esecutivo) contestando per tale ragione l'assenza di iniziative per limitare la prassi del Presidente di fornire il materiale informativo necessario per deliberare «direttamente in riunione»;
- la mancanza di iniziative per stigmatizzare i ritardi nella verbalizzazione delle sedute e per indurre il Presidente a riferire in merito ai conflitti di interesse «a lui riferiti» forieri di rischi reputazionali.

Il rilievo di IVASS trova in questo caso conferma negli atti di causa.

Non è controverso infatti che il CdA fosse chiamato ad esprimersi in assenza di una

preventiva informativa in merito ai temi oggetto di discussione e tale criticità non può considerarsi neutralizzata dall'ampio e prolungato dibattito documentato dai verbali di riunione depositati che non smentiscono di per sé l'addebito.

Deve quindi convenirsi con il Tar laddove afferma: «con riferimento al funzionamento del Consiglio di amministrazione – le cui decisioni sono state spesso assunte in assenza di adeguata informativa, senza una effettiva dialettica consiliare, in mancanza di processi trasparenti, in modo talvolta imprudente e imponderato».

Spesso l'ordine del giorno delle sedute consiliari era generico e mancava una preventiva informativa prevista tanto dall'art. 2381 c.c. quanto dall'art. 5, comma 8, lett. b) del Regolamento n. 38/2018, rilevante a maggior ragione quando il CdA è chiamato a deliberare in ordine a questioni di grande impatto (es. revoca dell'A.D.) che richiedono un preventivo approfondimento dei temi oggetto di discussione.

È infatti innegabile che ciò possa determinare l'assunzione di decisioni non consapevoli, non pienamente meditate favorendo l'appiattimento dei deliberanti sulle posizioni del Presidente.

Circa lo specifico profilo nessun rilievo assumono, a giustificazione della tardiva informativa, le allegate esigenze di riservatezza posto che il riserbo in merito alle attività consiliari integra un dovere proprio della carica che incombe su tutti i consiglieri di amministrazione.

Pacifica e non smentita è anche la contestata tardività delle verbalizzazioni delle sedute del CdA integrante un'oggettiva violazione di consolidate prassi organizzative. Deve precisarsi che quanto esposto in merito al presente rilievo non contraddice quanto affermato in ordine alla precedente contestazione (questione -OMISSION-) posto che in detta sede non costituivano oggetto di contestazione profili meramente organizzativi, come tali dotati di una loro oggettività, ma un superficiale e non approfondito approccio al tema (in sintesi un atteggiamento passivo dell'organo amministrativo a fronte delle criticità palesate dall'investimento) che come esposto non si registrava (come emerge dal dibattito consiliare).

10.3 Appaiono infondate anche le critiche rivolte dall'appellante al Rilievo n. 4B («Il Comitato Nomine non ha adottato le necessarie linee guida in merito alla composizione del Consiglio; di conseguenza, l'attività di individuazione e selezione dei candidati da proporre quali amministratori è stata sostanzialmente rimessa alla piena libertà di scelta dei membri del Comitato»).

Nella «Proposta per l'irrogazione di sanzioni amministrative» n. 0194881/22 del 10/10/2022 a pagina 13 si legge testualmente: «Rilievo 4B. Le controdeduzioni del dott. -OMISSIS-meritano di essere accolte. La specifica contestazione è infatti riferita alla condotta del Comitato per le Nomine in carica in epoca antecedente al rinnovo del CdA (ove l'esponente sedeva già dal 2016) avvenuto il 13 aprile 2019, proprio in occasione del quale egli è stato nominato per la prima volta membro del suddetto Comitato. Per tale ragione i fatti riferiti al rilievo in argomento non possono essere a lui attribuiti».

Ne discende che IVASS non ha tenuto conto del rilievo 4B per il dott. -OMISSIS-.

11. Deve in conclusione ritenersi la legittimità delle contestazioni e delle violazioni accertate da IVASS nei limiti sopra specificati, ovvero solo in parte (e cioè per quanto concerne quelle riconducibili alla cd. fattispecie A), rilevando come il fondamento, nei suesposti sensi, di talune delle censure oggetto dell'appello – quelle riferite invece alle violazioni ricondotte alla cd. fattispecie B) esaminate al punto 9 della presente sentenza - renda necessario, in ultima analisi, rinnovare il giudizio sulla «rilevanza» delle violazioni effettivamente rimaste immuni dai vizi di legittimità qui riscontrati.

Si tratta quindi di verificare se queste violazioni che residuano, che attengono per lo più alle modalità di funzionamento degli organi dell'impresa e più ingenerale al profilo dell'organizzazione dei processi decisionali, raggiungano da sole un grado di rilevanza tale da giustificare la comminazione della sanzione a carico del singolo esponente aziendale appellante, tenuto conto del suo coinvolgimento personale nell'esercitare la carica che ricopriva all'epoca dei fatti. Con la precisazione che il

giudizio da compiere non attiene alla misura della sanzione, sulla quale questo giudice è investito di una giurisdizione di merito, ma alla motivata definizione e individuazione dell'illecito che precede l'applicazione e il dosaggio della sanzione, calibrato sulla responsabilità del singolo esponente.

Quanto sopra elide ogni interesse – almeno in questa sede - allo scrutinio del quarto capo d'impugnazione con il quale è censurata, in via subordinata, la congruità della sanzione.

12. Per quanto precede l'appello deve essere accolto in parte e, per l'effetto, il provvedimento va annullato per le ragioni appena chiarite. Resta salva la rinnovazione del procedimento sanzionatorio da parte di IVASS, ora per allora (e dunque senza che vi osti alcuna decadenza), secondo i criteri che si sono chiariti.

13. La specificità e la novità delle questioni oggetto del giudizio consentono di compensare le spese del doppio grado di giudizio.

P.Q.M.

Il Consiglio di Stato in sede giurisdizionale (Sezione Sesta), definitivamente pronunciando sull'appello, come in epigrafe proposto, lo accoglie in parte nei sensi, nei limiti e con gli effetti di cui in motivazione.

Compensa le spese del doppio grado di giudizio.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'Autorità amministrativa.

(...)

**IL CONSIGLIO DI STATO IN MATERIA DI SANZIONI  
A ESPONENTI DI SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI:  
QUALCHE DIFFERENZA CON L'APPROCCIO DELLA CASSAZIONE  
SULLE SANZIONI BANCARIE E FINANZIARIE \***

*(The Council of State on sanctions against executives of insurance companies: some differences from the Supreme Court's approach to banking and financial sanctions)*

**ABSTRACT:** La nota analizza la rilevante pronuncia del Consiglio di Stato in materia di sanzioni amministrative irrogate dall'IVASS nei confronti degli esponenti di imprese di assicurazione, a seguito della riforma del 2018 che ha esteso la potestà sanzionatoria anche alle persone fisiche. La decisione costituisce un passaggio significativo nell'interpretazione del cosiddetto doppio binario, che prevede la possibile responsabilità sia della persona giuridica sia dei singoli esponenti, ma sulla base di presupposti distinti. Il Consiglio di Stato chiarisce che la responsabilità individuale *ex art. 311-sexies* del Codice delle assicurazioni richiede uno specifico contributo causale del soggetto e una "rilevante incidenza" della condotta sull'organizzazione o sui profili di rischio dell'impresa. Tale approccio si distingue da quello più deferente della Corte di Cassazione rispetto alle Autorità di Vigilanza, visto che raramente viene scrutinata la concreta sussistenza delle condizioni di sanzionabilità individuale. Pur condividendo con la Suprema Corte alcuni profili, il Consiglio di Stato adotta una posizione più equilibrata, richiedendo un accertamento puntuale dei fatti e valorizzando il principio della *business judgment rule*. La sentenza, in definitiva, introduce un approccio più rigoroso e garantista nell'ambito della giurisdizione amministrativa, potenzialmente più sensibile al bilanciamento tra

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*esigenze di vigilanza e tutela dei soggetti di fronte all'Amministrazione.*

*The note analyzes the significant decision of the Council of State concerning administrative sanctions imposed by IVASS on executives of insurance companies, following the 2018 reform that extended sanctioning powers to individuals. The ruling represents an important development in the interpretation of the so-called double-track system, which allows for the potential liability of both the legal entity and its executives, albeit on distinct grounds. The Consiglio di Stato clarifies that individual liability under Article 311-sexies of the Insurance Code requires a specific causal contribution by the person concerned and a "significant impact" of the conduct on the company's organization or risk profile. This approach differs from the more deferential stance of the Court of Cassation towards the Supervisory Authorities, as the actual existence of the statutory conditions for individual sanctions is seldom examined. While sharing some aspects with the Supreme Court's case law, the Consiglio di Stato adopts a more balanced position, requiring a precise factual assessment and emphasizing the business judgment rule. Ultimately, the decision introduces a more rigorous and rights-oriented approach within administrative jurisdiction, potentially more sensitive to balancing supervisory needs with the protection of individuals facing the Administration.*

**SOMMARIO:** 1. La disciplina sanzionatoria assicurativa e il c.d. "doppio binario". - 2. I destinatari delle sanzioni individuali. - 3. Le condizioni di sanzionabilità ex art. 311-sexies, comma 1, cod. ass. - 4. Le contestazioni dell'Ivass. - 5. Le valutazioni del Consiglio di Stato - 6. Differenze con l'approccio della Cassazione sulla sanzionabilità della persona fisica. - 7. Altri profili su cui il Consiglio di Stato si allinea agli orientamenti della Cassazione: a) la prova della condotta sanzionata e illecito di pericolo ... - 8. (segue) ... b) la postulata onniscienza dell'amministratore non esecutivo. - 9. Brevi considerazioni "sociologiche" sull'alternativa tra giurisdizione ordinaria e giurisdizione amministrativa le opposizioni ai provvedimenti sanzioni irrogati dalla Banca d'Italia, dalla Consob e dall'Ivass.

1. Una delle peculiarità della sentenza in commento è quella di essere, come si legge nella stessa motivazione, «uno dei primi casi di applicazione delle sanzioni anche nei confronti degli esponenti aziendali in ambito assicurativo, all'indomani della introduzione di tale previsione avvenuta solo con la riforma del 2018 di cui al d.lgs. n. 68». Giova ricordare che la disposizione cui si riferisce la motivazione, vale a dire l'art. 311-*sexies*, comma 1, cod. ass.,<sup>17</sup> recita «[f]ermo restando quanto previsto all'articolo 325, comma 1 circa la responsabilità delle imprese nei confronti delle quali sono accertate le violazioni, per l'inosservanza delle norme richiamate nell'articolo 310, comma 1, lettera a), si applica, salvo che il fatto costituisca reato, la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro a cinque milioni di euro nei confronti dei soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo, [...] quando l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorrono una o più delle seguenti condizioni: a) la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali; b) la condotta ha contribuito a determinare la mancata ottemperanza dell'impresa a provvedimenti specifici adottati ai sensi degli articoli 188, comma 3-*bis*, lettere a), b) e c) e 214-*bis*, comma 1; c) le violazioni riguardano obblighi imposti ai sensi dell'articolo 76 o dell'articolo 79, comma 3, o dell'articolo 191, comma 1, lettera g) ovvero obblighi in materia di remunerazione ed incentivazione, quando l'esponente o il personale è la parte interessata».

Con questa disposizione la disciplina assicurativa è stata allineata, con formulazioni sostanzialmente sovrapponibili, a quella recata dalle disposizioni introdotte nel 2015 nella disciplina delle sanzioni pecuniarie contenuta nel T.U.

---

<sup>17</sup> Articolo introdotto dall'art. 1, comma 49, d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, attuativo della dir. (UE) 2016/97, relativa alla distribuzione assicurativa (rifusione), c.d. IDD, il cui recepimento è stata l'occasione per la complessiva riscrittura del sistema sanzionatorio previsto dal Codice delle assicurazioni private (cod. ass.). La disciplina legislativa è stata integrata dalla normativa secondaria emanata dall'Ivass (Regolamento n. 39 del 2 agosto 2018).

bancario e nel T.U. dell'intermediazione immobiliare (18). Invero, per la disciplina assicurativa si tratta di una novità significativa, considerato che prima della novella l'IVASS poteva avviare procedure sanzionatorie solo nei confronti dell'impresa di assicurazione cioè della persona giuridica.<sup>19</sup> L'estensione del regime sanzionatorio anche agli esponenti aziendali – cioè a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nonché ai dipendenti o a coloro che sono inseriti nell'organizzazione dell'impresa anche in forma diversa dal rapporto di lavoro subordinato – costituisce quindi una modifica di paradigma. Da questo punto di vista,

---

<sup>18</sup> Si fa riferimento all'art. 144-ter TUB, inserito dall'art. 1, comma 52, d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72 (successivamente modificato dall'art. 1, comma 63, d.lgs. n. 182/2021, e dall'art. 1, comma 1, lett. *l*), d.lgs. n. 116/2024), il cui comma 1 così attualmente recita «Fermo restando quanto previsto per le società e gli enti nei confronti dei quali sono accertate le violazioni, per l'inosservanza delle norme richiamate dall'articolo 144, comma 1, lettere *a* ed *e-ter*), e comma 1-*bis*, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 5.000 fino a 5 milioni di euro nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, nonché del personale, quando l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorrono una o più delle seguenti condizioni: *a*) la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali; *b*) la condotta ha contribuito a determinare la mancata ottemperanza della società o dell'ente a provvedimenti specifici adottati ai sensi degli articoli 53-*bis*, comma 1, lettera *d*, 67-*ter*, comma 1, lettera *d*, 108, comma 3, lettera *d*, 109, comma 3, lettera *a*, 114-*quinquies*.2, comma 3, lettera *d*, 114-*quaterdecies*, comma 3, lettera *d*; *c*) le violazioni riguardano obblighi imposti ai sensi dell'articolo 26 o dell'articolo 53, commi 4, 4-*ter*, e 4-*quater*, ovvero obblighi in materia di remunerazione e incentivazione, quando l'esponente o il personale è la parte interessata».

Parimenti l'art. 190-*bis*, comma 1, TUF, inserito dall'art. 5 d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72 (e successivamente modificato dall'art. 1 d.lgs. n. 71/2016, dall'art. 3 d.lgs. n. 176/2016, dall'art. 5 d.lgs. n. 129/2017 e dall'art. 50 d.l. n. 50/2022, conv. con modificazioni dalla l. n. 91/2022), che così attualmente recita «Fermo restando quanto previsto per le società e gli enti nei confronti dei quali sono accertate le violazioni, per l'inosservanza delle disposizioni richiamate dagli articoli 188, 189, 190, 190.1, 190.2, commi 1 e 2, 190.3, 190.4, e 190.5, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila fino a euro cinque milioni nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, nonché nei confronti del personale, quando l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorrono una o più delle seguenti condizioni: *a*) la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero ha provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato; *b*) la condotta ha contribuito a determinare la mancata ottemperanza della società o dell'ente a provvedimenti specifici adottati ai sensi degli articoli 7, comma 2, e 12, comma 5-*bis*; *c*) le violazioni riguardano obblighi imposti ai sensi dell'articolo 6, commi, 2-*septies*, 2-*octies*, 2-*novies*, o dell'articolo 13, ovvero obblighi in materia di remunerazione e incentivazione, quando l'esponente o il personale è la parte interessata».

<sup>19</sup> RUSSO, *Il sistema sanzionatorio nel settore assicurativo: principi e tutele*, in *Dialoghi di dir. dell'economia*, settembre 2023 (consultabile presso <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/09/2023-Russo-Il-sistema-sanzionario-nel-settore-assicurativo.pdf>).

la disciplina bancaria (e lo stesso vale per quella dell'intermediazione mobiliare) ha seguito un percorso diverso anzi inverso: infatti, prima del recepimento della dir. 2013/36/UE, c.d. CRD IV [con il d.lgs. n. 72/2015],<sup>20</sup> il sistema sanzionatorio nel settore bancario, in conseguenza del combinato disposto degli artt. 144 e 145, comma 10, TUB vecchio stile, le persone fisiche erano i soli destinatari dei provvedimenti sanzionatori amministrativi,<sup>21</sup> mentre alle società di appartenenza faceva capo una responsabilità solidale per il pagamento delle sanzioni amministrative ma con l'obbligo di agire in regresso nei confronti delle persone fisiche riconosciute responsabili dell'infrazione.<sup>22</sup> Dopo la novella del 2018 anche l'assetto della disciplina sanzionatoria assicurativa prevede un doppio regime (c.d. doppio binario) nel quale la persona giuridica è in via primaria la destinataria dei provvedimenti sanzionatori mentre gli esponenti e le altre persone fisiche implicate nella violazione sanzionata rispondono solo qualora ricorrono le ulteriori e specifiche condizioni di sanzionabilità previste dalla legge, che, come si è visto, danno

---

<sup>20</sup> La disposizione rilevante della CRD IV era l'art. 65, rubricato “Sanzioni amministrative e altre misure amministrative”. La legge delega era la 1. 7 ottobre 2014, n. 154 [in part. art. 3, comma 1, lett. i)] e lo specifico profilo delle sanzioni alle persone fisiche/esponenti aziendali è stato spostato dall'art. 144 (dove è invece collocato il regime sanzionatorio per le banche, cioè le persone giuridiche) all'art. 144-ter TUB. Sulla elaborazione e le ragioni del doppio regime sanzionatorio, per gli enti e per le persone fisiche, si veda *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni — Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari* [COM(2010) 716 definitivo].

<sup>21</sup> Faceva eccezione la responsabilità diretta per violazioni indicate dall'art. 144, comma 2-bis, TUB, disposizione quest'ultima non inclusa nella formulazione originaria dell'articolo ma introdotta dal d.lgs. n. 66/2015.

<sup>22</sup> A tale azione di regresso, prevista dai previgenti artt. 145, comma 10, TUB e 195, comma 9, TUF, è stata dalla giurisprudenza riconosciuta natura di «obbligazione accessoria *ex lege*, come tale inderogabile», con conseguente nullità della deliberazione con cui le società bancarie avessero rinunciato all'azione. Fra l'altro, stante la prassi di notificare alle società l'ingiunzione di pagamento, si era dato luogo a delicati problemi circa la posizione delle persone fisiche sanzionate ma non destinatarie della notifica, circa gli effetti della mancata opposizione da parte della società, cui invece l'ingiunzione era stata notificata. Tale circostanza, invero, poteva ben verificarsi, ad es., quando le banche esano sottoposte alla procedura di amministrazione straordinaria, sicché la notifica dell'ingiunzione era notificata ai commissari straordinari, essendo stati sciolti gli organi ordinari (fermo restando che, per legge, l'opposizione non avrebbe comunque avuto l'effetto di sospendere l'esecuzione dell'ingiunzione di pagamento). Si tratta all'evidenza di profili ormai superati dall'attuale doppio binario.

rilievo alla rilevanza della condotta del singolo,<sup>23</sup> tanto che l'applicazione di sanzioni alle persone fisiche è stato attribuito «carattere residuale»,<sup>24</sup> conseguente a «l'inversione del rapporto di rilevanza dei soggetti sanzionabili».<sup>25</sup> Questo per sommi capi il quadro normativo.

2. Qualche considerazione preliminare merita la formulazione delle disposizioni relative alle condizioni di sanzionabilità individuale, introdotte nel 2018 per le assicurazioni (ma lo stesso vale dal 2015 per gli esponenti di banche e intermediari del mercato mobiliare), riguardate nella prospettiva dei membri di organi collegiali e, segnatamente, degli amministratori privi di deleghe dell'intermediario sanzionato.

In premessa va richiamato che per individuare i destinatari della disciplina sanzionatoria, nell'art. 311-sexies, comma 1, cod. ass. come nell'art. 144 TUB, «il legislatore adotta ancora una volta un approccio oggettivo-funzionale, attribuendo rilievo non tanto alla qualifica soggettiva formale del soggetto, quanto piuttosto alla sua responsabilità in ordine alle funzioni concretamente svolte e attribuite».<sup>26</sup> Ciò posto, un primo rilievo riguarda la genericità del riferimento alla violazione di doveri “propri o dell'organo di appartenenza”, quale primo presupposto per la sanzionabilità individuale.<sup>27</sup>

Sotto il profilo dell'irrogazione della sanzione, va osservato che, in effetti, la

---

<sup>23</sup> TOPPINI, *Commento sub art. 144-ter*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*<sup>4</sup>, dir. da F. Capriglione, Milano, Cedam -WoltersKluwer, 2018, t. III, p. 2654.

<sup>24</sup> MECATTI, *Commento sub art. 144-ter*, in Commento a Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia a cura di C. Costa e A. Mirone, Torino, Giappichelli, 2024, II ed., tomo II, pp. 2510-2511.

<sup>25</sup> GIORGIONE, *Commento sub art. 144-ter*, in S. Bonfatti (a cura di) *Commentario al Testo unico bancario* coord. da G. Falcone, Pacini, Pisa, 2021, p. 1118.

<sup>26</sup> MECATTI, *Commento sub art. 144-ter*, cit., p. 2511.

<sup>27</sup> DELLA VECCHIA - TUMBARELLO, *Il regime sanzionatorio in materia bancaria e finanziaria: novità normative e spunti di riflessione*, p. 4 (luglio 2016), [www.Dirittobancario.It/Wp-Content/Uploads/Sites/Default/Files/Allegati/Della\\_Vecchia\\_R.\\_E\\_Tumbarello\\_P.\\_Il\\_Regime\\_Sanzionario\\_In\\_Materia\\_Bancaria\\_E\\_Finanziaria\\_Novita\\_Normative\\_E\\_Spunti\\_Di\\_Riflessione\\_2016.pdf](http://www.Dirittobancario.It/Wp-Content/Uploads/Sites/Default/Files/Allegati/Della_Vecchia_R._E_Tumbarello_P._Il_Regime_Sanzionario_In_Materia_Bancaria_E_Finanziaria_Novita_Normative_E_Spunti_Di_Riflessione_2016.pdf); TOPPINI, *op. cit.*, p. 2654.

violazione dei doveri dell'organo evocata quale condizione di sanzionabilità del singolo, in aggiunta alla sanzione a carico della società, sembrerebbe comportare inevitabilmente che – se la sanzione amministrativa è intesa a sanzionare appunto la violazione di obblighi propri della persona fisica o dell'organo cui questa appartiene – per tali violazioni i singoli siano chiamati comunque sempre in responsabilità ogni volta che lo è la persona giuridica. Infatti, ciò vale, con riguardo al personale, sotto il profilo della violazione dei doveri propri, mentre con riguardo ai membri degli organi, sotto entrambi i profili della violazione dei doveri propri nonché dell'organo di appartenenza. Anzi, in quest'ultimo caso la portata della disposizione andrebbe comunque temperata, dovendo considerare inapplicabile la sanzione quando il singolo si sia dissociato dalle decisioni dell'organo collegiale inadempiente ai sensi dell'art. 2392, 3° comma, c.c.<sup>28</sup> In questo caso può quindi coesistere la responsabilità dell'organo e l'esenzione da responsabilità del singolo dissociatosi, per cui non si può riconoscere all'espressione «la violazione di obblighi propri della persona fisica o dell'organo cui questa appartiene» piena alternatività.

È opportuno sgombrare subito il campo da una questione: nonostante la non felicissima formulazione, non è possibile ritenere che si tratti di una responsabilità da posizione, per cui il singolo amministratore o componente del collegio si troverebbe ad essere responsabile per comportamenti imputabili all'organo nel suo insieme. Ciò per due ragioni. La prima è che nella disciplina generale delle sanzioni amministrative pecuniarie è necessaria la colpa, ancorché presunta,<sup>29</sup> e lo stesso vale per la disciplina

---

<sup>28</sup> Sulle modalità con cui il membro del collegio segnala la discontinuità della propria azione rispetto a quella del collegio cui appartiene sia consentito rinviare a DESIDERIO, *Poteri individuali degli amministratori non esecutivi di società per azioni di diritto comune, bancarie e finanziarie (a sistema tradizionale)*, Milano, Giuffré Francis Lefebvre, 2021, p. 126 e ss., ove ulteriori riferimenti.

<sup>29</sup> Per la configurazione di questa presunzione vedi Così Cass. SS.UU., 6 ottobre 1995, n. 10508, in *Corr. giur.*, 1996, fasc. 2, p. 184; Cass. SS.UU. 30 settembre 2009, n. 20930, in *Foro. It.*, 2010, I, fasc. 11, p. 3129; Cass., 8 febbraio 2016, n. 2406, in [www.italgiure.giustizia.it/sncass](http://www.italgiure.giustizia.it/sncass), par. 5.2; Cass., 26 settembre 2019; n. 24081, *ivi*, pp. 18-19, secondo cui «[i]n tema di sanzioni amministrative, l'art. 3 della l. n. 689 del 1981 pone una presunzione di colpa a carico dell'autore del fatto vietato, gravando sul trasgressore l'onere di provare di aver agito senza colpa». Ma v. anche Cass., 9 marzo 2020, n. 6625, *ivi*, la quale, proprio in una decisione in materia di sanzioni comminate ai sensi del TUB, pone

della responsabilità civile degli amministratori. Infatti, la riforma del diritto societario del 2003 ha ribadito e precisato che la responsabilità è fondata sull'inadempimento di doveri da parte degli amministratori (facenti parte del consiglio o di altri organi) così come dei componenti dell'organo di controllo. La seconda è che proprio dalla ricostruzione preferibile della responsabilità del singolo membro dell'organo amministrativo delineata da quella riforma (ma lo stesso può valere per i membri di altri collegi) porta a ritenere che la posizione del singolo all'interno del collegio – cui fa capo il dovere di agire in modo informato *ex art. 2381, u.c., c.c.* in quanto presupposto dell'azione decisoria, da cui può scaturire responsabilità – è caratterizzata da ciò che «il livello di informazione che raggiunge il consiglio altro non è che la somma dei contributi che ciascun consigliere offre quale supporto all'attività di informazione valutativa e poi deliberativa del collegio. In questo senso può alludersi ad una "diligenza collegiale" da intendersi quale livello al quale si è attestato il più diligente dei membri che abbia messo in comune il risultato della propria attività critico-valutativa ed abbia trovato condivisione nel consesso».<sup>30</sup> Ne consegue che la responsabilità individuale è, salvo ovviamente il caso di dissociazione formale, il riflesso dell'inadeguato e quindi inadempiente contributo del singolo amministratore

---

una questione di “interpretazione” della presunzione di colpevolezza laddove chiosa la decisione da ultimo citata osservando, che «[t]ale giurisprudenza tuttavia, correttamente intesa, non afferma una inammissibile presunzione di colpa con inversione dell'onere della prova circa la sussistenza dell'elemento soggettivo, quanto piuttosto che in relazione agli illeciti di cui all'art. 144 del d.lgs. n. 385 del 1993, nei confronti di soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione o controllo di istituti bancari il legislatore individua una serie di fattispecie, destinate a salvaguardare procedure e funzioni incentrate sulla mera condotta, secondo un criterio di agire o di omettere doveroso, ricollegando il giudizio di colpevolezza a parametri normativi estranei al dato puramente psicologico e limitando l'indagine sull'elemento oggettivo dell'illecito all'accertamento della "suità" della condotta inosservante sicché, integrata e provata dall'autorità amministrativa la fattispecie tipica dell'illecito, grava sul trasgressore, in virtù della presunzione di colpa posta dall'art. 3 della l. n. 689 del 1981, l'onere di provare di aver agito in assenza di colpevolezza» (p. 25). Tuttavia, la successiva Cass. 18 giugno 2020, n. 11777 (*ivi*) torna ad affermare pianamente che «[i]l principio posto dall'art. 3 della legge n. 689 del 1981 secondo il quale, per le violazioni amministrativamente sanzionate, è richiesta la coscienza e volontà della condotta attiva od omissiva, sia essa dolosa o colposa, postula una presunzione di colpa in ordine al fatto vietato a carico di colui che lo abbia commesso, non essendo necessaria la concreta dimostrazione del dolo o della colpa in capo all'agente, sul quale grava, pertanto, l'onere della dimostrazione di aver agito senza colpa».

<sup>30</sup> DESIDERIO, *op. cit.*, p. 110.

all’attività del consiglio a sua volta risultato inadempiente rispetto ai propri doveri così da comportare la violazione di disposizioni da parte della società amministrata. Non può esservi dubbio che si tratti di una responsabilità personale delle persone fisiche.

Con riguardo alla formulazione dell’art. 311-*ter*, comma 1, cod. ass., il riferimento all’“organo” pare indirizzato anzitutto agli organi collegiali e, quindi, nell’ambito del consiglio di amministrazione (o del consiglio di gestione), ai consiglieri non esecutivi (o delegati che dir si voglia), ai membri dell’organo delegato collegiale (comitato esecutivo) ovvero ai membri dell’organo sindacale (così come, nei sistemi alternativi di amministrazione, ai membri degli altri organi di controllo). Ove si ritenesse, e a ragione, che anche i comitati endoconsiliari siano destinatari di deleghe, ancorché solo istruttorie, il riferimento andrebbe esteso anche ad essi.<sup>31</sup> Per coloro che rivestono la carica di organi delegati unipersonali,<sup>32</sup> quale l’amministratore delegato, il riferimento ai doveri propri si affianca a quello ai doveri dell’organo, con l’ulteriore implicazione che questi, oltre ad essere un organo delegato (cfr. art. 2381, 3°, 5° e 6° comma, c.c.), resta al contempo anche membro del consiglio di amministrazione.

Quanto, infine, al direttore generale, non mette conto di affaticarsi nella ricerca di argomenti per ricondurlo alla nozione di organo (almeno quando previsto dallo statuto o nominato dall’assemblea, *ex art.* 2396 c.c.), considerato che il direttore generale certamente rientra tra i “soggetti che svolgono le funzioni di

---

<sup>31</sup> Per argomentazioni a favore della qualificazione dei comitati endoconsiliari come organi delegati vedi DESIDERIO, *op. cit.*, p. 120 e ss. Con riguardo a tali comitati, è vero che essi non hanno poteri deliberativi ma i loro membri, in conseguenza delle loro proposte (salvo dissociazione) potrebbero essere considerati come responsabili “qualificati” (cioè almeno responsabili in misura maggiore) qualora la deliberazione violativa di disposizioni, come tale sanzionata, sia stata assunta dal *plenum* con contenuto conforme a quello proposto dal comitato, nella prospettiva della lett. *a*), dell’art. 311-*sexies*, comma 1, cod. ass. che include, tra le condizioni per l’applicazione delle sanzioni, l’incidenza rilevante della condotta sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali. Sul punto v. anche BARTALENA, *I comitati interni a rilevanza esterna*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 745 e ss.

<sup>32</sup> La locuzione «organi delegati» è mutuata dall’art. 2381, comma 5, c.c.

direzione” cui espressamente allude l’art. 311-*septies* cod. ass. Il riferimento normativo alla “funzione” sembra infatti prescindere dal profilo formale dell’essere o meno la previsione statutaria o la nomina assembleare (che varranno semmai a consentire, quando presenti, l’applicazione dell’art. 2396 c.c.). Alla stregua di questo criterio funzionale, anche eventuali sostituti (vice-direttori e/o condirettori generali) dovrebbero parimenti ritenersi esposti alle sanzioni in quanto partecipi della funzione di direzione. Il direttore generale rientra poi anche nella nozione di “personale”, almeno quando sia legato alla società da un rapporto di lavoro subordinato (come è quasi sempre), il che consente di eliminare supposte lacune in ordine ai destinatari delle sanzioni.

Ora, tenuto conto che, ai sensi dell’art. 14, comma 1, lett. *a*), cod. ass., le imprese di assicurazione possono essere costituite solo utilizzando tipi societari corporativi (società per azioni, società cooperativa o società di mutua assicurazione), pare conseguente ritenere che queste società possono trovarsi ad aver violato le disposizioni – qui interessano quelle assistite da sanzioni – solo in conseguenza dell’operato dei suoi organi, sicché nuovamente (sotto questo profilo) la responsabilità dei singoli resta agganciata saldamente a quella della società anche con riguardo alle sanzioni, sempre salvo loro dissociazione formale. Se così è, il riferimento alla «violazione di doveri propri o dell’organo di appartenenza» comporta che l’approccio del doppio binario – in cui la persona giuridica è sanzionata in via prioritaria – risulti del tutto vanificato, considerato che la prima indicazione normativa esaminata non manifesta particolare utilità ai fini della distinzione tra la responsabilità della società e quella dei singoli, favorendo semmai una duplicazione delle sanzioni, cioè a carico di tanto della persona giuridica quanto della persona fisica.

3. Specifica attitudine a distinguere la posizione della singola persona fisica appartenente ad un organo collegiale dovrebbero avere invece le ulteriori condizioni

di sanzionabilità enunciate nelle lett. *a*), *b*) e *c*) dell’art. 311-*sexies*, comma 1, cod. ass.<sup>33</sup> In particolare, quella precisata nella lett. *a*) allude alla circostanza, riferita al singolo esponente, che «la condotta [abbia] inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali». Qui, in effetti emerge più nitidamente l’approccio del doppio binario, in base al quale non ogni violazione di disposizione, assistita da sanzione, consente di procedere contro la persona fisica. Quindi, la responsabilità tracima da quella della società per interpellare quella della persona fisica in presenza di un *quid pluris* – che è appunto condizione di sanzionabilità. Allora l’avvenuta rilevante incidenza sull’organizzazione o sui profili di rischio, visto che si tratta di una condizione di sanzionabilità, necessita di essere allegata e adeguatamente motivata dall’Autorità. Quindi, vero che la valutazione di rilevante incidenza compete alla stessa Autorità procedente, ma la specifica motivazione espone tale valutazione al vaglio da parte del giudice dell’impugnazione del provvedimento sanzionatorio.

Ora, un’interpretazione intonata all’obbiettivo di mantenere quanto più larga possibile l’area della sanzionabilità delle persone fisiche si orienterà a considerare verificata la condizione di sanzionabilità in esame tutte le volte in cui risulti che l’organo amministrativo abbia deliberato o abbia mancato di esercitare le proprie prerogative di valutazione e intervento rispetto all’operato di altri organi (segnatamente l’amministratore delegato) – quindi sulla base della richiamata responsabilità “collegiale” sussistente sempre salvo l’espressa dissociazione del singolo *ex art. 2392, 3° comma c.c.* – in ogni ipotesi in cui la violazione della disposizione presidiata da sanzione abbia inciso in modo rilevante su profili organizzativi e di rischio. Come a dire che il *discrimen* tra presupposti della sanzione della società e rispetto a quelli richiesti per sanzionare il singolo andrebbe individuato

---

<sup>33</sup> Lo stesso vale con riguardo alle omologhe disposizioni dell’art. 144-*ter*, comma 1, TUB, per la disciplina bancaria, e dell’art. 190-*bis*, comma 1, TUF, per la disciplina dell’intermediazione finanziaria.

nel maggiore impatto della violazione e nella limitazione ai soli i profili organizzativi e di rischio e, quindi, la violazione di una disposizione, che non cagioni un’incidenza rilevante o riguardi ambiti diversi da quelli dell’organizzazione e dei rischi, sarebbe sanzionabile solo in capo alla società.

Non si tratta però di una impostazione senza alternative, potendosene immaginare una più “personalizzante”, che cioè sacrifichi parte dell’efficienza sanzionatoria all’obbiettivo di non incorrere nei rischi, per vero non irrilevanti, di selezione avversa di coloro che sono disposti a sedere nel consiglio di amministrazione di una assicurazione o di una banca o di un intermediario mobiliare, con l’esito di rendere disponibili per l’incarico i più sprovvveduti o temerari o coloro che non hanno niente da perdere. Infatti, la lett. *a*) dell’art. 311-*sexies*, comma 1, cod. ass. potrebbe anche interpretarsi come intesa a individuare, quale condizione di sanzionabilità, un contributo causale individuale, cioè specifico ed effettivo del singolo consigliere rispetto alle determinazioni assunte (o alle omissioni) dall’organo. Ad esempio, potrebbero essere ravvisati i profili di uno specifico contributo causale in una iniziativa dell’amministratore delegato condotta in autonomia o proposta al consiglio, così come l’iniziativa di proposta proveniente dai membri di un comitato consiliare o da uno o più dei consiglieri che propongano o anche solo difendano, cercando consensi, una certa linea deliberativa del collegio che mette capo ad una condotta inosservante. In effetti, queste ipotesi di un consigliere che si pone quale *primus inter pares*, oltre a rispondere allo spirito del doppio binario, sembra potersi fondare sulla differente formulazione delle lett. *a*) e *b*) dello stesso articolo 311-*septies*, comma 1, cod. ass. Infatti, nella lett. *a*) si evoca il “contributo” a determinare la mancata ottemperanza a specifici provvedimenti mentre nella lett. *a*) la condotta del singolo – verrebbe da dire, in quanto tale – deve aver ha «inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali». Detto altrimenti, se si legge questa disciplina nella prospettiva dell’organo, la condotta del singolo amministratore privo di deleghe non può mai da sola incidere né su organizzazione e

rischi e aziendali né su alcun altro profilo della gestione per la semplice ragione che non ha poteri al difuori dell'organo di appartenenza.

Se si vuole dunque dare un senso alla differenza di lessico utilizzato nell'ambito del “cotesto”, sembra piuttosto evidente la differenza tra contribuire alla determinazione di una violazione, da un lato, e tenere una condotta che incide in modo rilevante sulla complessiva organizzazione, dall'altro. La condotta, *ex lett. a*), che “ha inciso” in misura rilevante su organizzazione e rischi della società pare sottendere o. comunque, non esclude una sorta di impulso individuale privilegiato alla condotta (collegiale) inosservante. Mentre il “contributo”, di cui alla lett. *b*), meglio si presta ad essere considerato nell'ambito della responsabilità del collegio al cui comportamento inosservante il singolo contribuisce. Quale che sia l'opzione interpretativa, resta comunque che per sanzionare le persone fisiche la legge richiede qualcosa di più rispetto a quanto è sufficiente per sanzionare la persona giuridica.

Allora, passando alla lett. *b*) dell'art. 311-*sexies*, comma 1, cod. ass., che – al pari della successiva lett. *c*) – indica condizioni di sanzionabilità invero più “puntuali”, si riferisce alla condotta che, come si era cominciato a rilevare, abbia «contribuito a determinare la mancata ottemperanza dell'impresa a provvedimenti specifici adottati ai sensi degli articoli 188, comma 3-*bis*, lettere *a*), *b*) e *c*) e 214-*bis*, comma 1». Si tratta della violazione delle misure preventive o correttive adottate dall'Ivass, ivi inclusi gli specifici provvedimenti *ex art.* 188, comma 3-*bis*, lettere *a*), *b*) e *c*), cod. ass. riguardanti, ad es., la restrizione dell'attività, ivi incluso il divieto di ulteriore commercializzazione dei prodotti assicurativi, il divieto di effettuare determinate operazioni anche societarie e il divieto di distribuzione di utili e la fissazione di limiti all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni. Si tratta quindi di provvedimenti mirati dell'Ivass, molti dei quali a contenuto definito, sicché in tali casi è assai più agevole verificare in modo puntuale la mancata ottemperanza da parte degli organi e dei singoli in seno agli organi rispetto alla rilevante incidenza su organizzazione e rischi aziendali. Lo stesso vale per la violazione dei provvedimenti

assunti dall'Ivass ai sensi dell'art. 214-bis, comma 1, cod. ass., che sono indirizzati alla capogruppo e riguardano le società del gruppo in punto, ad es., di sistema di governo societario, di adeguatezza patrimoniale, di contenimento del rischio e di partecipazioni detenibili. Questa puntuale individuazione della condotta inosservante, consistente nella violazione di specifici provvedimenti dell'Autorità di vigilanza, sembra confermare che sia giustificabile che qui, a differenza che nell'ipotesi di cui alla lett. *a*), assuma rilievo il contributo del singolo alla dinamica collegiale inosservante.

Non diverse considerazioni valgono per le condizioni di sanzionabilità contemplate dalla lett. *c*) dell'art. 311-*septies*, comma 1, cod. ass. e identificate nelle violazioni riguardanti obblighi imposti ai sensi degli artt. 76; 79, comma 3; o 191, comma 1, lett. *g*), cod. ass. Si tratta infatti della violazione di obblighi posti dalla disciplina dei requisiti di idoneità degli esponenti e dei soggetti che svolgono funzioni fondamentali nelle imprese di assicurazione. Considerato che gli specifici requisiti (professionalità, onorabilità, competenza e correttezza) sono precisati da apposito regolamento ministeriale (art. 76),<sup>34</sup> la sussistenza di questa condizione di sanzionabilità, al pari di quella definita dalla lett. *b*), necessita di minori spazi valutativi per l'Ivass.

4. Volendo dare brevi indicazioni circa il contenuto della complessa e articolata sentenza in commento, può anzitutto richiamarsi la circostanza che nella specie il ricorrente – già membro del consiglio di amministrazione e presidente del comitato nomine di una compagnia assicurativa – aveva impugnato il provvedimento

---

<sup>34</sup> Peraltro, sembra pur sempre implicare una valutazione da parte dell'Ivass la verifica dell'inadempimento dell'obbligo, previsto dalla ultima parte dell'art. 76, comma 1-*ter*, cod. ass. relativo all'obbligo di «dedicare il tempo necessario all'efficace espletamento dell'incarico in modo da garantire la sana e prudente gestione dell'impresa». Qui inoltre l'incertezza è aumentata dalla stessa formulazione della disposizione che si riferisce alla “garanzia” nella sana e prudente gestione che, più che un obbligo di comportamento pare un obbligo di risultato, nel qual caso vi sarebbero motivi di dubitare nella sua legittimità.

sanzionario adottato dall'Ivass, fondato su presunte gravi carenze nell'assetto di *governance* e nella gestione dei rischi aziendali.<sup>35</sup>

Quanto alla contestazione, l'Ivass, a seguito di ispezione, aveva rilevato una pluralità di irregolarità ritenute idonee a compromettere la sana e prudente gestione della compagnia nonché a minacciare la stessa continuità operativa. Le contestazioni mosse dall'Ivass si sono concentrate, in particolare, sul mancato esercizio da parte del consiglio di amministrazione delle proprie prerogative di indirizzo strategico, controllo e supervisione. L'addebito si fondava sulle risultanze del rapporto ispettivo che avrebbe evidenziato come l'organo amministrativo avesse adottato decisioni di rilievo senza un adeguato scrutinio critico delle proposte formulate dal presidente, spesso avallando processi decisionali privi del necessario approfondimento informativo. In base alla stessa fonte era risultato che la documentazione fornita ai consiglieri risultava frequentemente lacunosa o sommaria, il che avrebbe compromesso il dovere di agire in modo informato dei consiglieri.

Altra contestazione, riguardava il Comitato Nomine, presieduto dal ricorrente, in quanto quel consesso non avrebbe definito criteri chiari per la selezione dei candidati, lasciando spazio a una discrezionalità eccessiva e non sufficientemente presidiata. Analogamente, il comitato controllo rischi si sarebbe limitato ad accettare passivamente le analisi delle funzioni aziendali, senza esercitare un'effettiva attività di verifica e supporto al consiglio. L'Ivass aveva inoltre censurato la mancata coerenza tra i rischi assunti e la solvibilità complessiva della compagnia nonché l'insufficiente capacità di risposta agli scenari avversi mentre alcune scelte gestionali sono state ritenute non economiche e potenzialmente influenzate da interessi personali.

Il ricorrente, dal canto suo, aveva, da un lato, eccepito l'indeterminatezza delle contestazioni, lamentando una sovrapposizione normativa priva di un chiaro nesso

---

<sup>35</sup> Cfr. ALFANO, *Corporate governance, Business Judgement Rule ed estensione delle sanzioni amministrative pecuniarie agli amministratori di imprese assicurative*, in questa Rivista, 2025, II, p. 1 e ss., ove l'A. affronta un diverso profilo della medesima vicenda.

causale tra le disposizioni richiamate e i rilievi formulati. Dall’altro lato, aveva contestato l’approccio valutativo dell’Ivass, ritenendolo apodittico nel qualificare talune condotte del consiglio come violative dei doveri consiliari.

5. Il Consiglio di Stato, nello svolgere il suo *iter* argomentativo ha offerto significative puntualizzazioni che meritano di essere brevemente richiamate.

Anzitutto, ha precisato, ove mai necessario, che la responsabilità dei «singoli membri [...] nello schema delineato dall’art. 311-sexies, rispondono per una condotta propria e la cui responsabilità è personale» (par. 6 motivazione).

Ulteriore e assai rilevante assunto “metodologico” della decisione in commento è che: «[I]a responsabilità a carico dell’impresa è quindi necessaria per la configurabilità di una responsabilità del singolo esponente aziendale, che tuttavia necessita di un autonomo accertamento in quanto implica la sussistenza di due ulteriori specifici presupposti: l’avere violato i doveri propri della funzione svolta o dell’organo di appartenenza e (ricorrendo l’ipotesi di cui alla lett. a del comma 1 dell’art 311-sexies) l’avere inciso in modo rilevante sulla complessa organizzazione e sul rischio aziendale; dove è chiaro che l’aggettivo rilevante costituisce un elemento che vale a perimetrare, ovvero a delimitare, l’area dell’illecito dei singoli esponenti aziendali» (par ... della motivazione p. 37). La corretta impostazione in punto di diritto della questione centrale, su cui si tornerà, risulta compendiata dal Consiglio di Stato nell’ultimo inciso riguardante la portata interpretativa dell’uso dell’aggettivo “rilevante” nel testo della lett. *a*) dell’art. 311-sexies, comma 1, cod. ass.

Il terzo assunto della motivazione che mette conto di richiamare è che «ai fini del riconoscimento della responsabilità individuale *ex art. 311-sexies* è necessario accettare lo specifico contributo causale della condotta del singolo, controllo, sempre che sussista (necessità della quale sembra essere consapevole Ivass che, in coerenza con tale esigenza, non procedeva all’adozione della sanzione a carico di tutti operando quindi una differenziazione delle posizioni che implica l’esposizione delle

ragioni per le quali nel caso di specie, la sola appartenenza all’organo sia stata invece ritenuta sufficiente)».

In ordine alla valutazione specifica dei fatti posti a fondamento del provvedimento sanzionatorio, il Consiglio di Stato (nel par. 9 della motivazione) ha chiarito che il potere sanzionatorio dell’Autorità non può tradursi in un sindacato sulle scelte gestionali discrezionali, bensì deve limitarsi alla verifica del rispetto delle regole di *governance*, controllo e presidio dei rischi.

In tal senso, ha ritenuto che in alcune circostanze l’Ivass non abbia fornito adeguata prova della violazione dei canoni di diligenza gravanti sugli amministratori. Ad esempio, con riferimento al presunto atteggiamento negligente del consiglio di amministrazione nella valutazione di un aumento di capitale, il Collegio ha rilevato che l’organo amministrativo non fosse rimasto inerte, ma avesse intrattenuto un confronto costante con l’Autorità stessa. Quanto alla gestione del *Solvency Ratio*,<sup>36</sup> è emerso che la situazione fosse monitorata dalla compagnia con continuità, pur in presenza di divergenze rispetto agli interventi suggeriti dall’Ivass, che si sono poi rivelati eccessivamente cautelativi.

Il Consiglio di Stato ha anche sottolineato che il disaccordo con le valutazioni dell’Autorità non equivale, di per sé, a negligenza, laddove il consiglio di amministrazione dimostri un approccio proattivo e razionale. Ha inoltre censurato l’Ivass per non aver tenuto in debita considerazione gli effetti della crisi pandemica sui mercati finanziari, ammonendo contro valutazioni astratte e decontestualizzate della condotta gestionale.

Ulteriori rilievi dell’Ivass, relativi a perdite subite da società controllate in seguito a operazioni rivelatesi non profittevoli, sono stati dal Consiglio di Stato ritenuti fondati su un ragionamento *ex post*: la mera esistenza di una perdita non può

---

<sup>36</sup> L’art. 180, reg. del. (UE) 2015/35 lo definisce come «il rapporto tra l’importo dei fondi propri ammissibile a copertura del requisito patrimoniale di solvibilità e il requisito patrimoniale di solvibilità, calcolati utilizzando i valori più recenti disponibili».

giustificare, in assenza di una valutazione concreta sull'inadeguatezza delle scelte, la censura del processo decisionale. In particolare, è stato evidenziato che l'impatto patrimoniale era contenuto (nel caso, inferiore all'1,5% del patrimonio immobiliare) e che l'acquisizione di una società poi rivelatasi insoddisfacente non era stata preceduta da condotte in violazione dei canoni di prudenza.

In conclusione, il Consiglio di Stato ha ribadito il dovere degli amministratori di mantenere un approccio attivo, di agire in modo informato, di dedicare tempo sufficiente alle deliberazioni e di curare l'adeguatezza dei controlli interni. Tuttavia, in ossequio alla *judgment business rule*, ha riaffermato il principio secondo cui le scelte gestionali, ove sorrette da razionalità e da un processo deliberativo consapevole, non possono essere oggetto di censura *post factum*, anche quando divergano dalle valutazioni dell'Autorità di vigilanza.

6. A differenza della decisione del Consiglio di Stato in commento, nelle sentenze della Cassazione – rese sempre su impugnazione di provvedimenti sanzionatori (della Banca d'Italia e della Consob) – la verifica del presupposto che per le compagnie di assicurazione è quello di cui alla lett. *a*) dell'art. 311-*sexies* cod. ass. mentre per le banche e gli intermediari del mercato mobiliare è quello omologo fissato, rispettivamente, dagli artt. 144-*ter* TUB e 190-*bis* TUF, non risulta essere stato oggetto di specifica considerazione e tanto meno di sindacato, quasi che la Corte regolatrice si sia limitata a prendere atto acriticamente della circostanza che l'Autorità di vigilanza (Banca d'Italia o Consob) ha proceduto a contestare l'infrazione e poi irrogare la sanzione e tanto è bastato a ritenere legittima l'iniziativa.

È forse possibile che alle difese degli incolpati sia mancato il modo per sottolineare la sussistenza di questa specifica condizione di sanzionabilità che però è prevista e richiesta dalla legge; gli è che comunque non è fatta oggetto di puntuali prese di posizione e neppure di menzione nelle decisioni della Cassazione nei giudizi di opposizione ai provvedimenti sanzionatori emanati dalla Banca d'Italia e dalla

Consob in base, rispettivamente agli artt. 144-ter TUB e 190-bis TUF. Quindi, nella sua copiosissima giurisprudenza,<sup>37</sup> la Cassazione mostra di non essere stata particolarmente sensibile alle ragioni sottese all'introduzione del doppio binario e alla formulazione delle disposizioni che l'hanno attuato.

Ciò denota una differenza non banale rispetto all'approccio del Consiglio di Stato che nell'unica pronuncia in materia sanzionatoria, dopo l'introduzione del regime di doppio binario, ha ritenuto correttamente di doversi confrontare con lo specifico tema della sanzione della persona fisica e lo ha altrettanto correttamente impostato.

7. Invero, nell'articolata e ricca sentenza in commento ci sono altri profili che risultano invece aderenti agli orientamenti segnati dalla Corte regolatrice, fortemente orientati alla sanzione, e che pure avrebbero meritato ampia discussione: se ne evidenziano un paio.

Il primo riguarda la “prova” della condotta sanzionata. Il Consiglio di Stato mostra anzitutto di condividere la posizione del Tar sul punto che l'illecito è «di pericolo e non di danno», condividendo a sua volta l'orientamento della Cassazione.<sup>38</sup> Tuttavia, proprio la lettera della lett. a) dell'art. 311-sexies, comma 1, cod. ass. e, quindi, la novità della condizione di sanzionabilità del singolo ivi prevista dovrebbero orientare diversamente. Questa disposizione, come si è visto, richiede per la sanzione individuale che «la condotta [abbia] inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali». Difronte a questa formulazione sembra difficile non convenire che, per integrare la condizione così definita, sia necessario che la condotta abbia avuto l'effetto di incidere, poi in modo rilevante,

---

<sup>37</sup> Per una rassegna di decisioni del genere vedi DESIDERIO, *op. cit.*, p. 161 e ss.

<sup>38</sup> L'affermazione del Consiglio di Stato è al par. 9 della motivazione. Per la giurisprudenza della Cassazione sull'inquadramento degli illeciti, consistenti in violazione di disposizioni e soggetti a sanzione amministrativa nel T.U. bancario e nel T.U. della finanza, come «illeciti di pericolo» o di «mera condotta» vedi, tra molte, Cass., 26 aprile 2014, n.7062, in [www.italgiure.giustizia.it/sncass](http://www.italgiure.giustizia.it/sncass), p. 5; Cass., 29 ottobre 2018, n. 27365, cit., p. 19; Cass., 10 luglio 2020, n. 14713, *ivi*, p. 13.

sull'assetto organizzativo e sui rischi della compagnia. Se così è, la sussistenza dell'illecito non può essere affidata ad un mero giudizio di pericolo dal momento e, quindi, per la sanzione della persona fisica deve sussistere anche un evento della realtà empirica: l'avvenuta rilevante incidenza.<sup>39</sup> Sembra quindi che il Consiglio di Stato non abbia tenuto conto di tutte le implicazioni che emergono dalla lettura della disposizione sulla quale pure si è appuntata la sua attenzione e l'abbia interpretata in aperta violazione della sua lettera senza particolari giustificazioni. Sembra invece evidente che la disposizione in esame non abbia affatto inteso collocare il momento del giudizio di illecitità in un momento antecedente a quello di un evento temuto, cioè nella prospettiva del pericolo, proprio perché ha definito in modo inequivoco l'evento la cui causazione costituisce la condotta sanzionabile del singolo amministratore (o delle altre persone fisiche considerate dall'art. 311-*sexies*, lett. *a*), cod. ass.), cioè l'effetto dell'avvenuta incidenza rilevante sugli assetti organizzativi o sui rischi della società.

La possibile ricostruzione alternativa del sistema del doppio binario dovrebbe allora essere che per sanzionare la persona giuridica sia rilevante il solo pericolo, condensato nel giudizio di corrispondenza della condotta tenuta a quella sanzionata (la violazione di determinate disposizioni), mentre per sanzionare la persona fisica sia richiesto l'evento. Tale conclusione si giustifica anche per una ragione di ordine sistematico: l'applicazione della disciplina codicistica della responsabilità civile degli amministratori è caratterizzata dal presupposto che la condotta o l'omissione degli stessi abbia cagionato un danno alla società. Quando, nel contesto della vicenda sanzionatoria amministrativa si prescinde dal danno, l'applicazione di quella stessa disciplina determina delle condizioni di sanzionabilità assai complicate da contrastare

---

<sup>39</sup> Non è questa la sede per sviluppare ulteriori riflessioni su più dettagliate distinzioni da svolgere alla stregua della sensibilità espressa nella letteratura penalistica, quali, ad es., quelle tra pericolo astratto e concreto, tra illeciti a pericolo concreto e illeciti di evento di pericolo: per un conciso ma efficace inquadramento vedi CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Soc.*, 2011, fasc. 7, p. 825 e ss., in part. p. 828 e ss.

rendendo la posizione del sanzionato praticamente mai difendibile e non solo per la presunzione di colpa. Infatti, se – come nel caso di parte delle sanzioni assicurative, bancarie e dell’intermediazione mobiliare – la fattispecie illecita è configurata mediante clausole generali o comunque concetti giuridici ampi e indeterminati,<sup>40</sup> che non rinviano ad uno specifico comportamento inosservante, l’accertamento non è semplice per la ragione che il modello di comportamento non è chiaramente definito né in positivo né in negativo ed è necessario un accertamento che potrebbe definirsi “valutativo” se non anche discrezionale<sup>41</sup> che trova nella prospettiva dell’illecito di pericolo un moltiplicatore eccessivo dell’efficienza sanzionatoria. Per converso, il sistema sanzionatorio amministrativo – fondato sui principi della l. n. 689/1991<sup>42</sup> – è calibrato, verrebbe da dire, su fattispecie rispetto alle quali l’illecito ha “struttura elementare” come quelle al codice della strada, in cui la condotta sanzionata è altrettanto semplice e consiste tipicamente nella violazione di un divieto preciso, sicché l’accertamento dell’infrazione costituisce un’operazione di verifica univoca della sussistenza di una specifica condotta (commissiva o omissiva) che ha violato un

---

<sup>40</sup> Cfr. sul punto, più di recente, CLARICH, RAMAJOLI, *Diritto amministrativo e clausole generali: un dialogo*, Pisa, Ets, 2021; GRECO, Le clausole generali nella regolazione delle transizioni economiche: la sana e prudente gestione, in *Riv. della Regolazione dei mercati*, 2024, fasc. 2, p. 40 e ss.

<sup>41</sup> Sui complessi e discussi profili di commistione tra discrezionalità amministrativa e valutazione tecnica nell’attività decisoria delle autorità indipendenti, si rinvia, tra molti, a LAZZARA, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, Padova, Cedam, 2002; VOLPE, *Discrezionalità tecnica e presupposti dell’atto amministrativo*, in *Dir. amm.*, 2008, p. 791; BRUTILIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, politica e democrazia*, Torino, Giappichelli, 2019, che affronta il tema scelte politico-discrezionali delle Autorità indipendenti.

<sup>42</sup> Vedi Cons. Stato, sez. VI, 26 marzo 2015, n. 1595 per l’affermazione che la l. n. 689/1991 va considerata disciplina speciale (rispetto al *genus* rappresentato dalla l. n. 241/1990 sul procedimento amministrativo) in quanto disciplina di un tipo particolare di procedimento con profili di specificità. Sviluppa la tesi della strumentalità delle sanzioni irrogate rispetto all’attività di vigilanza della Consob TROISE MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedimentali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria*, Milano, Giuffrè, 2012. Ma in termini critici rispetto a questa tesi, che poi implicherebbe in una certa misura l’esclusione della riconducibilità al modello della l. n. 689/1981, v. TRIMARCHI, *Funzione di regolazione e potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti*, in ALLENA, CIMINI (a cura di), *Il potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti*, in *Il diritto dell’economia*, vol. 26, n. 82 (3-2013), pp. 93-96 (<https://mucchieditore.it/wp-content/uploads/extra-riviste/extraapprofondimentodirittoeconomia3-2013.pdf>).

pregetto preciso. Ecco allora che la proposta interpretazione della fattispecie sanzionatoria definita dall'art. 311-sexies, comma 1, lett. a), cod. ass. come di un illecito che contempla un evento (non invece di pericolo) ripristina nei confronti delle persone fisiche quelle condizioni di equilibrio che il paradigma della responsabilità degli amministratori invece perde quando non vi è spazio per la considerazione di un danno o comunque, come nel caso che ci occupa, di un evento.

Il Consiglio di Stato si sforza invece di trattenere l'evento nell'ordine concettuale del pericolo quando afferma che «l'illecito può pertanto essere configurato anche in presenza di una pluralità di elementi fattuali che, pur non idonei di per sé a comprovare un concreto impatto sulla solidità della Compagnia, consentano di cogliere, anorché sotto il solo profilo sintomatico, un'anomala gestione delle funzioni di verifica e controllo interne al gruppo, espressamente previste dalla sopra illustrata normativa di settore quali presupposti dell'assoggettamento a sanzione» (pp. 44-45).

Nel riportato passaggio argomentativo della sentenza risulta quindi aperta l'ammissione che si possano prendere in considerazione fatti «pur non idonei di per sé a comprovare un concreto impatto sulla solidità della Compagnia», considerato che così ci si accontenta di un *quid minus* rispetto a quanto richiede la disposizione sanzionatoria che richiede l'accertamento della avvenuta “rilevante incidenza”. Ma, anche a voler accedere solo per un momento alla prospettiva dell'illecito di pericolo – che qui comunque si respinge con riferimento alle persone fisiche – desta perplessità il riferimento alla circostanza che l'autorità precedente possa «cogliere, anorché sotto il solo profilo sintomatico un'anomala gestione», in quanto il profilo sintomatico sembra alludere o almeno non escludere che la contestazione possa essere incompleta, cioè priva del riferimento a tutti gli elementi necessari per ascrivere all'inculpato la condotta sanzionata, potendosi limitare a cogliere appunto dei “sintomi”. Questo infatti è diverso dal dare conto di tutti i fatti che costituiscono il quadro conoscitivo sul quale poi si formula il giudizio di pericolo. In altri termini,

ragionando sui sintomi si inclina verso un approccio opaco in cui si potrebbe ritenere che basti l'impressione che, in ipotesi, gli ispettori dell'Ivass durante un'ispezione abbiano ricavato da taluni fatti magari non tutti identificati e né tutti riportati nel verbale ispettivo, e che tale impressione a sua volta abbia per osmosi interna convinto l'Istituto della sussistenza dell'infrazione, quasi che i fatti ostesi fossero una mera esemplificazione.

Non sembri che qui si richieda una *probatio diabolica* in capo all'Autorità procedente, perché si tratta solo di garantire le condizioni per l'esercizio del diritto di difesa da parte dell'inculpato. Perché ciò sia possibile la contestazione deve contenere il quadro completo dei fatti su cui si fonda il giudizio di colpevolezza, sicché l'inculpato sia in grado di contestare le circostanze e le condotte addebitate e, ove del caso, confutarle anche tutte, facendo venire meno l'addebito. E il giudice dell'opposizione sia messo in condizione di sindacarne la consistenza, la rilevanza e il nesso di causalità con la condotta dell'inculpato. Se, invece l'ostensione dei fatti fosse ritenuta come mera esemplificazione di sintomi (e non di un compiuto giudizio di rilevanza e neppure di pericolo), non c'è modo di difendersi, perché confutata una circostanza si potrebbe sempre invocarne un'altra anch'essa ritenuta parimenti sintomatica dell'infrazione.

8. Il secondo profilo della sentenza che si intende segnalare riguarda una presupposta, sebbene non fondata né dimostrata, capacità dell'amministratore, segnatamente non esecutivo, di conoscere comportamenti devianti assunti, nel caso, dall'amministratore delegato. Su questo punto il Consiglio di Stato si allinea con l'orientamento ampiamente sviluppato dalla Cassazione sulle sanzioni di sua competenza ed anzi assume un atteggiamento se possibile ancor più radicale e in effetti sbrigativo. Liquida infatti il tema dei doveri di *monitoring* degli amministratori con un passaggio argomentativo tanto scarno quanto apodittico in cui, a proposito di contestate carenze di monitoraggio sull'andamento del *business*, si afferma

Iaconicamente che «è da disattendersi l'argomento difensivo che imputa la criticità all'A.D. che avrebbe tenuto all'oscuro il CdA atteso che il contrasto a simili condotte integra un preciso dovere dei componenti l'organo collegiale [...].»<sup>43</sup>

Il Consiglio di Stato conviene sul punto di postulare insomma una sorta di onniscienza dell'amministratore che prescinde del tutto dalla sussistenza di segnali d'allarme e dalla conoscibilità in concreto della circostanza rispetto alla quale gli si addebita di non essersi colpevolmente attivato. Sulla rilevanza invece della sussistenza di condizioni di conoscibilità delle vicende della società correlate ai poteri individuali degli amministratori e quindi sull'esigibilità del comportamento degli amministratori (segnatamente quelli non esecutivi) si può fare utile rinvio ai copiosi argomenti sviluppati dalla letteratura giuscommercialistica in ordine ai poteri e ai correlati doveri che devono essere configurati alla stregua dell'art. 2381 c.c.: nella ricostruzione del sistema è infatti necessario tener conto non solo del dovere di agire in modo informato, previsto dal 6° comma ma anche dell'obbligo degli organi delegati di rispondere alle richieste informative in sede di riunione consiliare, previsto nello stesso comma, nonché della previsione secondo cui il consiglio di amministrazione «sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società [...]» (3° comma, secondo periodo) cui corrisponde l'obbligo degli organi delegati, che «curano» quei medesimi aspetti, di riferire al consiglio (5° comma).<sup>44</sup>

Risulta piuttosto evidente che, come si è anticipato, si tratta sostanzialmente della posizione – fortemente orientata alla sanzione – assunta, sia pure con una varietà di sfumature, dalla Cassazione civile in materia di sanzioni irrogate dalla Banca

---

<sup>43</sup> La sentenza si riferisce specificamente al *business* vita nella specie «caratterizzato da flessioni dei volumi, in contrasto alla tendenza di mercato, e aumento dell'incidenza degli oneri di gestione sui premi» (sentenza par. 9).

<sup>44</sup> Sia consentito il rinvio a DESIDERIO, *op. cit.*, p. 67 e ss. e 79 e ss., per la cognizione delle posizioni e per ulteriori riferimenti.

d’Italia e dalla Consob,<sup>45</sup> che si discosta dalla stessa sua giurisprudenza sull’applicazione dell’art. 2381 c.c. alle società per azioni di diritto comune<sup>46</sup> e cui possono essere mosse critiche in base agli stessi argomenti poco sopra richiamati.

9. È noto il dibattito circa l’attribuzione della competenza al giudice ordinario o amministrativo in materia di opposizione alle sanzioni.<sup>47</sup> La singolarità è che, nonostante un tentativo infruttuoso di attribuzione della competenza al solo giudice amministrativo,<sup>48</sup> sono disponibili entrambe le soluzioni essendo quelle irrogate dalle

---

<sup>45</sup> Per questi orientamenti della giurisprudenza di legittimità e per le relative critiche vedi ancora DESIDERIO, *op. cit.*, rispettivamente a p. 161 e ss. e p. 167 e ss.; più di recente ID., *La «conoscenza del business bancario» nella recente giurisprudenza di legittimità in materia di sanzioni amministrative bancarie*, in *Riv. trim. dir. dell’economia*, 2024, fasc. 4, II, p. 211 e ss. (si tratta di nota a Cass. civ., 31 luglio 2024, n. 21502).

<sup>46</sup> Così il *leading case* Cass., 31 agosto 2016, n. 17441, in *Giur. it.*, 2017, fasc. 2, p. 386 (con nota di CAGNASSO - RIGANTI, *L’obbligo di agire in modo informato a carico degli amministratori deleganti* (la sentenza si legge anche in *Società*, 2017, fasc. 2, p. 218, con nota di SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori non operativi dal dovere di vigilanza al dovere di informarsi solo in presenza di segnali di allarme*; in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 835, con nota di PIAZZA, *La Cassazione torna sulla responsabilità degli amministratori senza deleghe: problemi risolti e questioni ancora aperte*; in *RDS*, 2016, II, p. 860, con nota di DI MAJO, *Amministratori privi di deleghe e l’obbligo di agire informati*; in *Not.*, 2016, p. 202, con nota di BRIGANTI, *Responsabilità degli amministratori*; in *Riv. dir. impresa*, 2018, fasc. 2, p. 439 e ss. con nota di MOSCARIELLO, *Il dovere di agire informati degli amministratori non esecutivi in rapporto alla crisi d’impresa*).

<sup>47</sup> Vedi, tra molti, in senso favorevole alla giurisdizione amministrativa CLARICH, PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel “balletto” delle giurisdizioni*, in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 6, p. 1166 e ss. (l’articolo si legge anche in un file consultabile presso [http://www.cortecostituzionale.it/documenti/file\\_rivista/22397\\_2012\\_163.pdf](http://www.cortecostituzionale.it/documenti/file_rivista/22397_2012_163.pdf)); POLICE, DAIDONE, *Il conflitto in tema di giurisdizione sulle sanzioni della Consob ed i limiti della Corte costituzionale come giudice del riparto*, in *Giur. it.*, 2013, fasc. 3, p. 684 e ss.; VITALE, *Le sanzioni amministrative tra diritto nazionale e diritto europeo*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 307; BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d’Italia e Consob: un’anomalia del sistema italiano*, in *Riv. della regolazione dei mercati*, 2020, fasc. 2, p. 280 e ss.; TROISE MANGONI, *Impugnazione dei provvedimenti sanzionatori della Banca d’Italia e della Consob e inquadramento del potere sottoposto al sindacato giurisdizionale*, ivi, 2021, fasc. 2, p. 293 e ss. Per l’opposto orientamento, favorevole alla giurisdizione ordinaria sulle sanzioni amministrative pecuniarie vedi CARANTA, *I limiti del sindacato del giudice amministrativo sui provvedimenti dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in *Giur. comm.*, 2003, fasc. 2, p. 170 e ss.; TRAVI, *La giurisdizione amministrativa per le sanzioni pecuniarie previste dal testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, p. 379 e ss. e a ID., *Il giudice amministrativo e le questioni tecnico-scientifiche: formule nuove e vecchie soluzioni*, in *Dir. pubbl.*, 2004, p. 444 e ss.; RAMAJOLI, *Giurisdizione e sanzioni pecuniarie antitrust dopo la sentenza della Corte costituzionale n. 204 del 2004*, cit., p. 330 e ss.; VETTORI, *Diritti fondamentali dell’inculpato* cit., p. 591 e ss.

<sup>48</sup> Il tentativo è quello verificatosi con l’approvazione del codice del processo amministrativo [artt. 133, comma 1, lett. l), 134, comma 1, lett. c) e 135, comma 1, lett. c), del d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104]

Banca d’Italia e dalla Consob di competenza del giudice civile (Corte d’appello di Roma per le prime e Corte d’appello territoriale per le seconde) mentre quelle irrogate dall’Ivass sono assegnate dalla legge al giudice amministrativo.

Non si vuole in questa sede entrare nel merito giuridico di questo dibattito ma solo svolgere qualche breve considerazione con un taglio, se si vuole, di sociologia giuridica filtrata dalla giurisprudenza amministrativa e ordinaria di cui si è dato conto.

È già stato osservato che «[i]n molti casi il fatto presupposto (cioè la violazione di una norma speciale o di un parametro generale come la “sana e prudente gestione”) richiede valutazioni complesse di tipo tecnico (cosiddetta discrezionalità tecnica) rispetto alle quali anche il giudice ordinario mantiene generalmente un atteggiamento di “deferenza”. E ciò è particolarmente vero per le sanzioni irrogate dalla Consob e dalla Banca d’Italia, autorità di elevata competenza e professionalità, e infatti la casistica sembra dimostrare che assai di rado i giudizi si concludono con sentenze di accoglimento che sostituiscono la valutazione dell’autorità con quella del giudice».<sup>49</sup> È quindi lecito chiedersi se il giudice ordinario sia in grado di sostituirsi

---

con cui veniva modificato l’assetto precedente (giudice ordinario competenze per le sanzioni della Banca d’Italia e della Consob), con attribuzione della giurisdizione sulle opposizioni ai provvedimenti delle principali Autorità indipendenti (incluse Consob e Banca d’Italia) alla giurisdizione esclusiva del TAR Lazio-Roma. Le norme citate furono però censurate dalla Corte costituzionale che ne dichiarò l’illegittimità per eccesso di delega, con conseguente “ritorno” alla giurisdizione ordinaria (con una soluzione peraltro niente affatto univocamente applicabile: vedi ad es. Corte cost., sent. n. 13/2012, secondo cui la reviviscenza di norme abrogate non opera in via generale e automatica e può essere ammessa soltanto in ipotesi tipiche e molto limitate): così Corte cost. 27 giugno 2012, n. 162 in *Giur. cost.*, 2012, fasc. 3, p. 2204 e ss. (relativa alle sanzioni di Consob) su cui v. CLARICH, PISANESCHI, *op. cit.*; Corte cost., 15 aprile 2014, n. 94 (relativa alle sanzioni di Banca d’Italia) in *Giur. it.*, 2014, fasc. 11, p. 2538, con nota di GIUSTI, *Sanzioni amministrative e giurisdizione piena del giudice amministrativo*. Invero, VETTORI, *Diritti fondamentali dell’inculpato* cit., p. 571-572, dà conto anche di orientamenti giurisprudenziali, poi non avallati dalla Cassazione, favorevoli al riconoscimento della giurisdizione amministrativa e formatisi con l’entrata in vigore della l. n. 205/2000, il cui art. 7 aveva novellato l’art. 33, comma 1, d.lgs. n. 80/1998 così da attribuire alla giurisdizione amministrativa le controversie in materia di pubblici servizi «ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare».

<sup>49</sup> CLARICH, PISANESCHI, *op. cit.*, i quali trovano conferma anche nella circostanza che i giudici ordinari nei giudizi di opposizione raramente dispongono delle consulenze tecniche d’ufficio per poi concludere che «[i]n definitiva, l’intensità del controllo giurisdizionale del giudice ordinario non sembra molto maggiore in questo campo di quella del controllo del giudice amministrativo». Di deferenza parla anche DENOZZA, *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti «regolatrici»*, in *Merc. conc. reg.*, 2000, p. 471.

all'amministrazione nelle sue valutazioni,<sup>50</sup> la cui natura discrezionale o tecnico-discrezionale è discussa ma che tendenzialmente certamente sono diverse da quelle cui quel giudice è avvezzo. In altri termini, prescindendo dalle questioni giuridiche che stanno al fondo del riparto di giurisdizione e stando invece a quanto emerso nella sentenza in commento, sembra complessivamente che il Consiglio di Stato sia risultato meglio attrezzato a confrontarsi criticamente con le Amministrazioni, soprattutto ad elevata competenza e in materie assai tecniche come quelle assicurativa, e sarebbe ragionevolmente lo stesso in quella bancaria e finanziaria, soprattutto su questioni che implicano valutazioni tecniche e giuridiche che richiedono elevata specializzazione a fronte di una sorta di *metus* del giudice ordinario,<sup>51</sup> aggravato dalla circostanza che per le sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia la competenza per il primo grado del giudizio di opposizione per tutte le banche italiane e i relativi esponenti è esclusiva in capo alla Corte d'Appello di Roma, dove poi le valutazioni "sostitutive" di merito del giudice sarebbero pienamente possibili senza le preclusioni del giudizio di legittimità.<sup>52</sup> Comunque sia, il Consiglio di

---

<sup>50</sup> Cfr. GOISIS, "A de novo review of all factual and legal issues" v. *un esame* "point by point [...] without having to decline jurisdiction [...] in scrutinising findings of fact or law made by the administrative authorities". *La pienezza di giurisdizione come strumento di compensazione ex post nell'esperienza europea e statunitense*, in *Dir. proc. amm.*, 2021, p. 3 e ss.

<sup>51</sup> Per vero, esiste ma è isolata una pronuncia di legittimità che manifesta l'esigenza di sottrarsi all'influenza tecnocratica dell'Autorità (nel caso era la Banca d'Italia): è la Cass., 30 maggio 2018, n. 13679, in cui si afferma che le risultanze istruttorie «sebbene provengano da una fonte autorevole, non possono essere recepite in modo aprioristico e possono essere contraddette con strumenti istruttori adeguati, quale è, ad esempio, la c.t.u. svolta nel contraddittorio delle parti».

<sup>52</sup> Si fa riferimento ad una "sostituzione" delle valutazioni dell'Amministrazione con quelle del giudice dell'opposizione in conseguenza dell'approccio della giurisprudenza, in quanto «[s]econdo un consolidato orientamento, infatti, il giudizio non ha ad oggetto la mera valutazione della legittimità dell'atto, bensì l'accertamento della fondatezza della pretesa sanzionatoria e creditoria dell'autorità amministrativa; pertanto, si estende agli elementi costitutivi del rapporto, coinvolgendo ogni profilo di fatto (esistenza dell'illecito) e di diritto (qualificazione giuridica), seppur tendenzialmente nel rispetto del principio dispositivo proprio del giudizio civile»: così VETTORI, *La necessaria discontinuità nell'interpretazione della disciplina applicabile ai procedimenti sanzionatori di Consob e Banca d'Italia*, in *Ianus*, 2022, n. 25, p. 107 e ss., a p. 112; v. SEVERINI, voce *Sanzioni amministrative (processo civile)*, in *Enc. dir.*, vol. VI, agg. 2002, pp. 1005-1006. Sul tema del rispetto del principio dispositivo vedi CERBO, *Le sanzioni amministrative*, in CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo – Diritto amministrativo speciale*, tomo I, Milano, 2003 (II ed.), p. 579 e ss., a p. 610. In giur. v., tra molte, Cass. SSUU n. 1786/2010 in materia di violazioni del codice della strada, ripresa, in materia di violazioni finanziarie, da Cass. n. 12503/2018. Tale orientamento è

Stato si è posto il problema delle peculiarità della disciplina che governa la sanzione delle persone fisiche e prende chiaramente posizione sul punto che la divergenza con le autorità di vigilanza, ove avvenga in un quadro di consapevole e ragionato dissenso, non offre materia sanzionabile, anche se non si libera della tradizione, ad es., sull'illecito di pericolo o quando postula insussistenti poteri di indagine degli amministratori privi di deleghe, nondimeno è risultato più sensibile della Cassazione nel rilevare i presupposti giuridici del diverso trattamento sanzionatorio delle persone fisiche, mentre la stessa Cassazione continua a richiamare (a proposito) espressioni formulari quali la «costante conoscenza del business bancario», a proposito dei postulati poteri conoscitivi degli amministratori non esecutivi, quando quella espressione è vero che si legge nella disciplina regolamentare della Banca d'Italia ma a proposito dei requisiti idoneità degli amministratori e non come risultato di poteri di indagine ulteriori rispetto ai quelli contemplati dal codice civile.<sup>53</sup>

In conclusione, per essere la prima sentenza sulle sanzioni individuali comminate dall'Ivass sembra almeno promettere degli sviluppi nel senso di rendere meno oltranzista l'approccio sanzionatorio rispetto a quello della Cassazione fino al segno, c'è da credere, di far preferire agli incolpati la giurisdizione amministrativa

---

ribadito anche da Cass. n. 4521/2022, in <https://www.italgiure.giustizia.it/xway/application/nif/clean/hc.dll?verbo=attach&db=snciv&id=../20220211/snciv@s20@a2022@n04521@tS.clean.pdf>, con un importante anche se ancora isolato temperamento laddove afferma che «la consolidata configurazione del giudizio di opposizione alle sanzioni amministrative come giudizio sul rapporto e non sull'atto [...] non autorizza la totale obliterazione del controllo di legittimità del provvedimento sanzionatorio sotto il profilo del rispetto delle garanzie endo-procedimentali, come se l'atto amministrativo applicativo della sanzione non fosse altro che lo strumento per deferire il rapporto sanzionatorio alla cognizione, piena e libera, del giudice. Se infatti la possibilità di recuperare talune garanzie in sede di giudizio di opposizione alle sanzioni amministrative consente di adottare, in aderenza al pragmatico principio della strumentalità delle forme, una lettura sostanzialistica (della tutela del) del diritto al contraddittorio endo-procedimentale, in coerenza con gli approdi della giurisprudenza della Corte di giustizia [...] la violazione del nucleo irriducibile di garanzie del contraddittorio endo-procedimentale [...] - contestazione dell'addebito e valutazione delle controdeduzioni dell'interessato - non può che comportare di per se stessa la caducazione del provvedimento sanzionatorio illegittimamente emesso; diversamente, infatti, risulterebbe totalmente svalutato, prima ancora che il presidio delle garanzie procedimentali, lo stesso ruolo delle Autorità indipendenti e il senso della proceduralizzazione della loro attività» (pp. 15-16).

<sup>53</sup> Cfr. DESIDERIO, *La «conoscenza del business bancario»*, cit., pp. 215-216.

rispetto a quella ordinaria nel tentativo di portare a termine la loro «missione impossibile».<sup>54</sup>

**Giuseppe Desiderio**  
*Associato di diritto dell'economia*  
*nell' Università di Napoli "Parthenope"*

---

<sup>54</sup> Si utilizza l'icistica espressione di COSTI, *La difesa del sanzionato: «una missione impossibile»*, in *Banca impresa soc.*, 2019, fasc. 1, p. 3 e ss.